

Proprietà, accesso e controllo: nuovi sviluppi nella teoria dell'impresa ed implicazioni di corporate governance

Mirella Damiani

Riassunto

Nel lavoro che si presenta si confrontano, seppure a grandi linee, gli sviluppi del tema della 'vecchia' e 'nuova' governance', a partire dalla distinzione posta originariamente da Berle e Means tra proprietà e controllo, fino a quella recente tra proprietà e 'accesso' emersa nei contributi di Rajan e Zingales. In particolare, nella sezione 2, si esaminano alcuni dei principali contributi che hanno sviluppato le tematiche del controllo societario, e si cercano di cogliere alcuni dei risultati principali e dei problemi oggetto di dibattito. Nella sezione 3, si considerano in modo più dettagliato alcuni degli studi recenti di particolare interesse, esposti analiticamente nell'appendice finale. Nelle conclusioni, si sottolineano gli sviluppi maggiormente promettenti e che condividono l'importanza del fattore umano, visto rispettivamente, come risorsa da incentivare, a cui dare 'accesso' e 'potere', ed infine da sottoporre a controllo nelle sue strategie di *entrenchment*.

Classificazione Jel: D21, D23, G30

1 Introduzione¹

Governance è sinonimo di *esercizio di autorità, direzione e controllo* (Zingales, 1998). L'attribuzione del diritto a tale esercizio, nell'impresa che per lungo tempo ha caratterizzato le economie industrializzate ed in cui il capitale 'inanimato' costituisce la risorsa fondamentale, è conferito a coloro che detengono i diritti di proprietà su quel capitale. A tale impresa è poi legata un'idea economica di *governance* molto chiara. Con le parole di Shleifer e Vishny (1997), si tratta del complesso sistema di regole che devono assicurare un rendimento del capitale fornito dagli investitori. In questo complesso sistema trovano spazio quei meccanismi volti alla regolazione del rapporto di agenzia tra un vertice di *top executives* ed una base, spesso ampia e frazionata, di detentori di diritti di proprietà su quel capitale 'inanimato'.

Va aggiunto che i soli costi di agenzia, quelli legati al rapporto tra il principale (proprietario) e l'agente (manager) non sono sufficienti a configurare una situazione di *governance*. Infatti, se la relazione tra agente e principale può essere definita in modo completo per ogni possibile contingenza, e se ciascuna delle clausole è sanzionabile, in realtà nessun principio di autorità è necessario. E', invece, proprio dal *vuoto contrattuale* che emerge la necessità di riconoscere un principio di autorità. Come chiarisce Hart:

¹ Ringrazio Andrea Boitani, Rita Castellani, Alberto Chilosì, Paolo Polinori, Paolo Mariti per i loro utili commenti e suggerimenti. Ringrazio inoltre Luisanna Onnis per la preziosa collaborazione. La responsabilità di ogni rimanente errore è, naturalmente, solo mia.

“I temi di corporate governance emergono in un’organizzazione ogni volta che si verificano due condizioni. In primo luogo quando si è in presenza di un problema di agenzia, ovvero di un conflitto di interessi, che coinvolge i membri dell’organizzazione- siano i proprietari, i manager, i lavoratori o i consumatori. In secondo luogo, quando i costi di transazione sono tali che questo problema di agenzia non può essere risolto attraverso un contratto.” (Hart, 1995, p.678)

Incerto e problematico tuttavia, nell’economia che abbiamo visto emergere nell’ultimo scorcio di secolo, è avere un quadro chiaro di come definire i confini legali ed economici dell’impresa; infatti, controversa è la questione dell’esercizio dell’autorità quando il fattore umano diviene una risorsa cruciale, visto che tale capitale ‘animato’ è inalienabile, e dunque all’origine di diritti intrinsecamente *residuali*, dunque non prevedibili contrattualmente. In questo nuovo scenario, una ‘nuova’ impresa ed una ‘nuova’ *governance* sembrano emergere.

Nel lavoro che si presenta si confrontano, seppure a grandi linee, gli sviluppi del tema della ‘vecchia’ e ‘nuova’ *governance*, a partire dalla distinzione posta originariamente da Berle e Means tra proprietà e controllo, fino a quella recente tra proprietà e ‘accesso’ emersa nei contributi di Rajan e Zingales. In particolare, nella sezione 2, si esaminano alcuni dei principali contributi che hanno sviluppato le tematiche del controllo societario, e si cercano di cogliere alcuni dei risultati principali e dei problemi oggetto di dibattito. Nella sezione 3, si considerano in modo più dettagliato alcuni degli sviluppi recenti di particolare interesse. Per una trattazione analitica dei modelli esaminati nella sezione 3, si rimanda, invece, all’appendice.

2. Evoluzione delle principali linee di ricerca e nuovi sviluppi: una visione d’insieme

Ogni studio sul tema della *corporate governance* prende avvio da un riferimento d’obbligo: il contributo in cui nel 1932 Berle e Means individuano nella distinzione tra proprietà (diffusa tra numerosi azionisti) e controllo (nelle mani di pochi managers) il problema cruciale interno all’impresa.

Solo cinque anni più tardi, Coase si interrogherà sul perché nasce un’impresa e scoprirà che il costo d’uso del mercato legittima la nascita di un’istituzione alternativa ad esso; un’istituzione in cui un sistema di ordini sostituisce il sistema dei prezzi come forma principale di coordinamento dell’attività produttiva. Una scoperta che costituirà la premessa per lo sviluppo della teoria dei costi di transazione e della spiegazione endogena della nascita delle diverse istituzioni.

La problematica della *corporate governance* nasce dal riconoscere che chi impartisce gli ordini, e che quindi esercita il controllo sulla produzione, è un soggetto diverso da colui cui sono assegnati i diritti di appropriarsi dei proventi dell’attività produttiva. La presenza dei costi di transazione può in

altri termini giustificare sia perché nasce l'impresa, sia perché siano necessari dei meccanismi di controllo dell'impresa stessa.

Nei decenni successivi, la letteratura empirica sul tema della *corporate governance* si sviluppa da queste due idee originali e deve fare i conti con il loro apparente contrasto, un contrasto non paralizzante poiché si procede con analisi e ricerche ricche ed articolate, che non riescono, tuttavia, a ricondursi ad uno schema teorico che le contenga entrambe.

Sul piano dell'interpretazione teorica, infatti, due filoni principali si sviluppano da quelle due idee iniziali, parallelamente, e di nuovo sincronicamente. Quello dell'impresa, vista al suo *interno*, ed individuata come rapporto di agenzia, una diretta filiazione del contributo di Berle e Means, e quello dell'impresa esaminata nei suoi *confini esterni*, come principio di autorità, nella natura colta da Coase e poi sviluppata nella teoria dei costi di transazione e dei diritti di proprietà.

I due filoni di ricerca, riconducibili, rispettivamente, ai lavori di Fama, Jensen e Meckling –FMJ- da un lato, e di Williamson e Grossman-Hart-Moore, dall'altro, W-GHM, condividono un'area tematica comune, che è quella della contrattazione incompleta. Solo che, nel primo caso si tratta di riferire i fallimenti contrattuali ai rapporti interni all'impresa, quelli stipulati tra il principale (proprietario) ed il suo agente (manager). Nel secondo, invece, i difetti contrattuali si manifestano nel mercato ed è in gioco la dimensione dell'impresa e, quindi, l'estensione del principio di autorità che ad essa è connaturato.

Nella letteratura inaugurata dal tema *ownership and control*, uno degli sviluppi del tema del rapporto di agenzia è quello della riduzione dei costi legati al principio di delega. La strada tracciata da Jensen e Meckling è quella di individuare la struttura finanziaria ottimale dell'impresa, tra le cui caratteristiche ci sarebbe anche quella di assicurare la minimizzazione dei costi agenzia. Lo studio dei due autori, che costituisce un contributo critico al teorema di Modigliani - Miller sulla irrilevanza della struttura finanziaria, ha il pregio di sollecitare altri contributi ed aprire altre vie; si pensi, ad esempio, al problema della *segnalazione* associato alle diverse forme di finanziamento sollevato da Myers e Majluf (1984). Un filone di ricerca ormai ricco e per la cui trattazione, che esula senz'altro dagli intenti di questo lavoro, si rimanda ad altre letture, come ad esempio il noto saggio di rassegna critica di Harris e Raviv (1991).

Ciò nonostante, va qui sottolineato, che la strada intrapresa da Jensen e Meckling per affrontare la questione della struttura finanziaria ottimale sembra essere la più indiretta e difficile, come sottolineeranno Holmstrom e Tirole (1995). Infatti, è possibile, pur in presenza di imperfetta

osservabilità delle azioni del manager, contrastare le occasioni di azzardo morale che ne derivano in modo più diretto, con un appropriato *incentive design* che allinei gli obiettivi dei due soggetti in campo (manager e proprietari). E' così che il tema della contrattazione ottimale, a partire dagli studi di Shavell (1979) e Holmstrom (1979) diviene sempre più importante e si può fare tesoro di quanto pochi anni prima ha iniziato a produrre la moderna teoria degli incentivi, un approccio versatile e ricco di possibili applicazioni, dall'assicurazione (Spence e Zeckhauser, 1971) e tassazione (Mirrlees, 1971), fino alle retribuzioni manageriali (Wilson 1968 e Ross, 1973).

Alcuni elementi di continuità nelle due diverse visioni, originate rispettivamente da Berle e Means, da un lato, e da Coase, dall'altro, possono essere rintracciati, come si è detto, nel vincolo contrattuale, che si stabilisce nelle diverse relazioni di cooperazione produttiva, e nella incompletezza di tale vincolo. In questo senso, si può affermare che esiste una continuità tra le due visioni perché esiste di fatto un *continuum* di forme organizzative, all'interno del quale trova spazio anche quel *nexus of contracts* che viene ad essere l'impresa.

Una implicazione, o forse una premessa, di questo punto di vista è che il principio di autorità non è connesso all'impresa, non ne qualifica la natura, ma entra in gioco in qualsiasi libera relazione che si instaura tra due contraenti, visto che qualsiasi cliente può "licenziare il suo droghiere" né più né meno di come qualsiasi datore di lavoro può licenziare il suo dipendente. (Alchian, Demsetz, 1972). Alchian e Demsetz osservano:²

"...i contratti a lungo termine tra datore di lavoro e dipendente non sono l'essenza dell'organizzazione che noi chiamiamo impresa. Il mio droghiere può contare sul mio ritorno ogni giorno e sull'acquisto dei suoi beni e dei suoi servizi..." Inoltre, "il singolo consumatore può assegnare al proprio droghiere il compito di ottenere qualunque cosa...possa essere fornita ad un prezzo ragionevole per entrambe le parti...", quindi, "dire ad un impiegato di battere questa lettera piuttosto che archiviare quel documento è come dire al proprio droghiere di mandare questa marca di tonno anziché quella marca di pane". (Alchian, Demsetz, 1972, ed.it. cit. 1993, p.96)

La discontinuità, invece, esiste se è vero che esiste una sostanziale differenza tra il licenziamento del dipendente rispetto al "licenziamento del droghiere": nel primo caso si priva il dipendente dell'uso dei mezzi di produzione, nel secondo caso ciò non avviene. E', quindi, la proprietà e il controllo *diretto* "di tutti beni materiali che appartengono all'impresa", intesi nel senso più ampio possibile dai macchinari, alla lista dei clienti (Hart, 1989), l'elemento che differenzia i due principi

² Si potrebbe obiettare che nel caso del droghiere abbiamo un rapporto legato ad una singola transazione ben individuabile, che può o non può ripetersi nel tempo. Nel caso del contratto di lavoro abbiamo un rapporto contrattuale che si estende nel tempo e i cui contenuti specifici sono, in larga misura, indeterminati. Alchian e Demsetz sono contrari a tale tesi, come è chiaro dalla citazione riportata di seguito nel testo, e sottolineano invece che sia "l'uso di squadra degli inputs" l'elemento principale che qualifica l'impresa.

di autorità che si affermano nell'impresa e nel mercato ed è tale proprietà che diviene il mezzo *indiretto* per controllare il capitale umano³.

Ciò che diventa rilevante in questa prospettiva, fatta propria da Grossman e Hart (1986) e poi da Hart e Moore (1990), è quindi verificare, in uno scenario in cui tutti gli individui sono neutrali al rischio, a chi dovrebbe essere attribuita la funzione di proprietario, come detentore di diritti di controllo sugli assets produttivi e quindi, in un approccio normativo, stabilire a chi assegnare o revocare il principio di autorità, non solo *all'interno* dell'impresa, ma nel rapporto *tra* imprese distinte.

In tale contesto, anche il funzionamento efficiente dei mercati finanziari va ripensato visto che il problema non è tanto quello di minimizzare i costi di agenzia. In primo luogo perché questi costi, in assenza di una sostanziale separazione tra proprietà e controllo, non esistono; in secondo luogo, perché il vero obiettivo, dal punto di vista della massimizzazione del benessere sociale, che si pone *preliminarmente* ad ogni altro eventuale problema, è quello di garantire l'assetto proprietario migliore. Ciò richiede un mercato finanziario capace di selezionare e fare affluire le risorse alle imprese cui assegnare i diritti di proprietà, quelle i cui 'confini' andranno estesi.

Il problema dell'attribuzione dei diritti di proprietà, e di ampliamento dei confini dell'impresa, nasce dalla necessità di regolare situazioni in cui entrano in gioco tre elementi cruciali: la *razionalità* dei soggetti è limitata, le relazioni produttive sono di tipo idiosincratico, per la presenza di *investimenti specialistici*, i soggetti hanno possibilità e volontà di adottare *comportamenti opportunistici* e quindi di appropriarsi della quasi rendita generata da tali relazioni. In questo scenario, sono i 'costi di uso del mercato', che rendono impossibile regolare e sanzionare tali relazioni, più che i costi di agenzia, a divenire rilevanti e a determinare la necessità di un'istituzione alternativa qual è l'impresa. La ricca letteratura dei costi di transazione inaugurata da Coase e poi sviluppata da Williamson in numerose opere, trova nella teoria dell'impresa e nel principio di autorità, basato sul patrimonio dei beni fisici, la via per regolare *ex-post* la divisione del surplus che si genera da relazioni idiosincratice.

³ Hart precisa che la categoria dei beni materiali che appartengono all'impresa è molto ampia ed include molti assets, fra cui non solo i macchinari ed i brevetti, ma gli stessi elenchi dei clienti, nonché "i diritti e le obbligazioni incorporati in contratti in esistenza per il fatto che anch'essi sono trasferiti con la proprietà, ...tuttavia le risorse umane non sono incluse. Dato che il capitale umano non può essere comprato o venduto, presumibilmente il management e i lavoratori posseggono il loro capitale umano sia prima che dopo ogni fusione." (Hart, 1989, ed.it.cit. 1993 p.163).

E' bene, tuttavia, precisare la principale differenza tra la visione basata sui diritti di proprietà di GH e HM e quella dei costi di transazione di Williamson. In entrambe le visioni si ha l'idea che quasi razionalità ed opportunismo rendano impossibile demandare la scelta *make or buy* ad un principio di "pianificazione" o di "promesse". Tuttavia, mentre in Williamson è cruciale come fonte di inefficienza quella che l'autore definisce una sorta di *maladaptation*, di cattivo adattamento, delle clausole previste contrattualmente alle contingenze che si realizzano effettivamente, in GH e HM, in cui si ha assenza di costi di contrattazione ex-post e *common knowledge*, è una non appropriata definizione dei diritti di proprietà che conduce ex-ante a investimenti subottimali e produce distorsioni e perdite di efficienza. A tale proposito, non senza ironia, si può osservare con Williamson (2000) che siamo di fronte ad una *razionalità selettivamente limitata*, poiché le parti che sono *incapaci* ex-ante di scrivere contratti, sono nondimeno *capaci* ex-ante di anticipare quali azioni verranno prese ex-post, condizionatamente alle realizzazioni degli stati che si verificheranno (Kreps, 1999, p. 125). L'assegnazione appropriata dei diritti di proprietà (e di comando sul manager) fa quindi 'evaporare' il *mal adattamento* che potrebbe generarsi nella fase *ex-post*.

In ogni caso, le regole che disciplinano la divisione del valore generato dalle relazioni idiosincratice, influenzeranno, a loro volta, gli incentivi degli individui ad investire ex-ante in tali relazioni, ampliandoli per chi acquisisce il controllo e riducendoli per chi lo perde (benefici e costi dell'integrazione)

Parlare di incentivi significa, tuttavia, ricordare la funzione che essi hanno in un contesto in cui la proprietà dei beni patrimoniali e le decisioni di investimento (con il conseguente accesso ai *cash flow* ottenuti) possono essere non perfettamente "allineati". In altri termini, ciò che nell'approccio dei diritti di proprietà sembra essere posto in secondo piano, riemerge ben presto agli stessi occhi di uno dei principali protagonisti di quell'approccio. Si dovrà così riconoscere, come farà del resto lo stesso Oliver Hart, che "una delle debolezze della teoria basate sul diritto di proprietà...è che essa non tiene conto della separazione tra proprietà e controllo presente in grandi società a partecipazione azionaria" e, quindi, che quando i costi di agenzia non sono più trascurabili, il quadro diventa "molto più complicato" (Hart, 1989, ed.it. 1993, p.172).

La natura di queste complicazioni, può essere colta riproponendo la vicenda sicuramente più trattata nella letteratura che stiamo esaminando: il caso per la prima volta descritto da Klein Crawford e Alchian (1978), di General Motors e Fisher Body Auto.

Come ha raccontato tante volte la letteratura basata sui costi di transazione, nel 1919, General Motors (GM), sottoscrive un contratto di esclusiva (*relazione idiosincratca*) con la Fisher Body Auto (FBA) per la fornitura di scocche aperte in metallo (prima si costruivano scocche chiuse in legno). Ciò porta FBA a fare un investimento specialistico (*costo irrecuperabile*) per poter rifornire GM. Tuttavia, l'essere fornitore unico di GM, pone FBA nella condizione di poter agire opportunisticamente (*hold-up*). Ciò avviene puntualmente qualche anno dopo quando, a fronte di un aumento di domanda di automobili non prevista al momento della stesura del contratto (razionalità limitata e costi di transazione ex-ante), GM ritiene che FBA pratichi prezzi troppo alti, ma ciò non è dimostrabile a terzi (contratto non sanzionabile e costo di transazione ex-post)⁴. Nel 1926 GM acquista FBA (i confini dell'impresa si modificano). La “catastrofe”, per usare un'espressione di Williamson, derivante dall'effetto combinato di razionalità limitata, investimento specialistico ed opportunismo, viene evitata dando a GM il *controllo* su FBA (integrazione verticale).

Proviamo ora a riguardare lo stesso episodio, come ci suggeriscono di fare Bolton e Scharfstein (1998), nella prospettiva dei *costi di agenzia*. La prima questione che ci si deve chiedere è quale ruolo abbia giocato nella vicenda il fatto che FBA è in quegli anni sotto il controllo e proprietà della famiglia Fisher, mentre Alfred Sloan è l'amministratore delegato della GM e ne detiene una quota di azioni al di sotto dell'1%. Non si può sospettare che dietro all'ampliamento dei confini dell'impresa ci sia la realizzazione di un obiettivo manageriale, quello di Alfred Sloan? Come potranno essere oggetto di una seria valutazione i costi dell'intera operazione, visto che essi ricadranno solo all'1% sulle sue spalle? Inoltre, il risultato dell'acquisizione, da un punto di vista di efficienza allocativa, non può essere giudicato trascurando il fatto che, dopo l'operazione, GMS/FBA sarà gestita da un manager (Sloan) anziché dai proprietari stessi (i fratelli Fisher). Va precisato, tuttavia, che non è corretto valutare, come farebbe una teoria basata sul rapporto di agenzia, la vicenda solo in termini strettamente “CEO – centrici”. Dovrebbe, invece, contare anche il fatto che proprio negli anni '20 è avvenuto un cambiamento di *strategia e di struttura* (Chandler, 1962) e che la GM ha assunto una forma organizzativa multidivisionale (per la precisione con quattro distinte divisioni). A tale proposito ci si può chiedere: come si modificheranno, in tale contesto, gli incentivi individuali visto che i fratelli Fisher dovranno negoziare con il direttore responsabile di una delle quattro divisioni (quella delle automobili), e non con Alfred Sloan in persona?

⁴ La clausola prevedeva un prezzo stabilito in base ai costi al netto sugli interessi sul capitale investito più un 17,6%. GM riteneva che FBA praticasse prezzi troppo alti, rifiutandosi di traslare l'abbassamento dei costi del capitale avutosi nella produzione di scocche in un abbassamento dei costi di fornitura. come documentano Klein, Crawford, Alchian (1978). Inoltre FBA si rifiutava di localizzare i propri impianti vicino a GM (investimento specialistico e quasi rendita appropriabile da parte di GM).

Come sottolinea Holmstrom (1999), “l’elemento di forza della visione basata sui diritti di proprietà è quella di delineare chiaramente il ruolo degli incentivi di mercato e di esaminare come essi possano essere alterati da cambiamenti nella proprietà degli assets. Ma in [tale visione] non si dice nulla degli incentivi che possono essere creati *nelle imprese*” e che possono anche essi interagire con i cambiamenti della proprietà degli *assets*. (Holmstrom, 1999, p.76). Del resto, autorità ‘formale’ ed autorità ‘reale’, vanno distinte, come suggeriscono Aghion e Tirole (1997), perché l’effettivo esercizio dell’autorità può richiedere un set di informazioni non a disposizione di chi detiene i diritti formali e che risulta non facilmente trasferibile, in quanto non contrattabile. In tale contesto, si pone il problema della delega dell’autorità ad un subordinato, maggiormente informato, ma non necessariamente orientato a realizzare gli obiettivi del principale.

In definitiva, soprattutto alla fine degli anni ’90 si fa strada la consapevolezza che i punti di vista sviluppatasi dalla concezione di Berle e Means, da un lato, e quelli derivati da Coase, dall’altro, non si sono mai sufficientemente integrati. Emerge quindi che la ricchezza dovuta a tante chiavi interpretative (informazione, incentivi, costi di transazione) può trasformarsi in un elemento di debolezza, a meno che non si arrivi ad un vero completamento ed ad una *nuova teoria dell’impresa* capace di incorporare al suo interno l’approccio agente – principale e quindi configurarsi anche come teoria della *governance societaria*.

Ciò è quello che si promette di fare la letteratura degli ultimi anni, se è vero che negli anni ’90 nuove riflessioni hanno portato a cercare un superamento della debolezza già segnalata da Hart. In questi tentativi di superamento si intravede, effettivamente, una maggiore integrazione tra tante aree di ricerca (informazione, teoria dei contratti ed incentivi, teoria dell’impresa) fino ad oggi separate e che pure contribuiscono tutte a definire i contenuti della *corporate governance*.

L’elemento comune di questi nuovi sviluppi è dato dalla centralità del capitale umano, un elemento che rende inevitabilmente più integrate le tematiche dei confini dell’impresa e delle sue regole di governo interno e che viene preso in considerazione da due principali punti di vista.

Da un lato, i confini dell’impresa, che nell’approccio di Grossman e Hart e Hart e Moore sono legati alla presenza di investimenti specialistici non contrattabili ex-ante, vengono ad essere associati anche alla natura complessa del rapporto di agenzia, visto che gli agenti sono molti (produzione di squadra) e che le azioni da svolgere sono molte (non a caso si parla di *multitasks principal –agents model*). In tale scenario, di imperfetta osservabilità delle azioni e di una molteplicità di compiti (*multitasks principal- agents model*), ogni singolo incentivo diretto a

motivare l'esecuzione di uno di questi compiti demotiva rispetto agli altri compiti. Il *trade off*, che si genera dalla sostituibilità nell'efficacia degli incentivi, richiede quindi un bilanciamento ed una funzione centralizzata (l'impresa) che operi una scelta e minimizzi i costi di misurazione. In definitiva, i confini dell'impresa si modificano, non solo, e non tanto, come previsto dalla teoria dei costi di transazione e dei diritti di proprietà, per il problema degli investimenti specialistici, ma come soluzione al problema delle esternalità contrattuali che richiedono una forma organizzativa capace di tenerne conto e di internalizzarle.

Va aggiunto, tra l'altro, l'esistenza di un altro rilevante trade off con cui confrontarsi: il controllo da parte dei proprietari, se riduce *ex-post*, grazie all'azione di monitoraggio, eventuali perdite dovute allo scarso impegno dei managers, riduce *ex-ante* il loro incentivo all'iniziativa ed all'investimento specialistico in capitale umano. In questo contesto, diviene rilevante, non solo l'assegnazione dei diritti di proprietà, ma la loro distribuzione, da cui dipende in definitiva l'effettivo esercizio di tali diritti. Si ha così che la presenza di *large shareholders*, cui è associato un maggiore incentivo al monitoraggio, può risultare uno svantaggio poiché inibisce di fatto l'intraprendenza e le attività innovative manageriali, mentre una struttura azionaria dispersa si rivela di fatto un *commitment* ad una minore interferenza sull'iniziativa manageriale (Burkart, Gromb, Panunzi, 1997).

Da un altro punto di vista, ci si può chiedere se non esista una qualche linea di demarcazione settoriale che possa anche essere tracciata in termini di *governance* di forme *vecchie* e *nuove* di impresa, in cui il capitale umano diviene la risorsa cruciale. Tra gli studi che forse danno un maggiore contributo in questa direzione sembra opportuno citare i lavori di Rajan Zingales (1998, 2001). Nell'ambito di questi nuovi sviluppi si prende atto che non è solo l'appropriazione del capitale fisico, che in alcuni settori può anche essere poca cosa se si pensa agli scantinati di molte *start up* della Silicon Valley, ma l'accesso alla conoscenza ed eventualmente l'appropriazione della risorsa critica, come la lista dei clienti di uno studio legale o di una società di brokeraggio, la premessa per l'esercizio del "potere" all'interno dell'impresa.

In questo scenario, la *governance* diventa più complessa perché l'incentivazione ha finalità *multi-tasks*, ma in un senso più radicale di quello prospettato da Holmstrom. Essa infatti deve essere calibrata per indurre specializzazione del capitale umano e al contempo scoraggiare la competizione, che dall'interno potrebbe spingere il lavoratore qualificato -manager e ingegnere - proprietario di quel fattore cruciale che è divenuto il capitale umano, a costruire la propria impresa.

Un'azione resa più facile dalle innovazioni nel mercato finanziario (si pensi ai cambiamenti del *private equity*)⁵ ed ai minori requisiti di capitale fisso di molti settori della *new economy*.⁶

A queste nuove linee di ricerca è dedicata la sezione seguente:

3. I nuovi sviluppi

Negli anni '90, gli sviluppi in tema di *corporate governance* si muovono, talvolta anche non intenzionalmente, nella direzione di una maggiore integrazione delle idee di Berle e Means da un lato e Coase dall'altro, cercando di arrivare ad un superamento delle loro debolezze comuni. Procedendo con una certa libertà a delineare i tratti comuni di queste nuove linee di ricerca, si può segnalare che uno degli aspetti centrali, quando il capitale umano diventa il fattore strategico più importante, è quello degli incentivi.

Partiamo, ad esempio, dalle linee di ricerca intraprese da Holmstrom, Milgrom e Roberts in diversi contributi (si veda in particolare Holmstrom, 1982, Milgrom e Roberts, 1992, Holmstrom e Milgrom, 1994, Holmstrom, 1999). Il primo spunto di riflessione nasce dall'intuire che la scelta *make or buy*, che tanta parte ha avuto nella teoria dei costi di transazione e che ha legittimato l'importanza di tali costi, può essere ripensata come una scelta tra diversi metodi di pagamento (ad esempio di uno stipendio/salario- *make*, rispetto ad un prezzo -*buy*). Tale scelta è a sua volta legata a diverse scelte di incentivazione e per arrivare subito alla tesi centrale, è possibile mostrare che i confini dell'impresa non si modificano solo per risolvere i problemi di opportunismo dovuti ad investimenti specialistici (costi di transazione), ma per risolvere il complesso problema degli incentivi e delle esternalità contrattuali che si generano in un ambiente di imperfetta misurabilità (*moral hazard*).

In primo luogo, le esternalità nascono dal riconoscere che i compiti e le azioni dell'agente sono molteplici e che la sua azione si inserisce in un team. Holmstrom (1999), riprendendo il noto contributo di Alchian e Demsetz (1972) ripropone l'idea della produzione come processo di una squadra di agenti, il cui sforzo individuale ed il cui contributo marginale non è accertabile

⁵ Con mercato del *private equity*, si fa riferimento ai *venture capitals*, che finanziano nuove imprese, ai fondi *buyout*, che finanziano le acquisizioni di imprese già esistenti e ad i fondi *avvoltoio*, che finanziano imprese in gravi crisi finanziarie. Tale mercato, come documentano Rajan e Zingales (2003), ha avuto negli USA un rapido sviluppo se si pensa che si è passati da finanziamenti per 5 miliardi di dollari nel 1980, a ben 175 miliardi di dollari nel 1999 (Rajan e Zingales, 2003, ed.it. 2004, p.80-81).

⁶ Un caso emblematico è quello di Robert Noyce e Gordon Moore, rispettivamente general manager e capo della divisione R&D nella impresa Fairchild Semiconductor (oggi per noi sconosciuta). All'inizio degli anni '80 i due scoprono la tecnica del silicon gate e costituiscono la loro impresa, quella che diventerà la ben più nota Intel (Integrated Electronics).

direttamente e senza costi⁷. In tale contesto, ciascun agente nella scelta dello sforzo ottimale (individuato come soluzione di Nash di un gioco non cooperativo) adotta una strategia che non conduce all'ottimalità per un evidente problema di *free riding*: l'azione produttiva genera un *costo* (disutilità) per il lavoratore che l'ha intrapresa, ma allo stesso tempo genera *benefici* (produttività marginale) di cui l'agente non può interamente appropriarsi. La natura pubblica di tale benefici richiede la presenza di un agente centralizzato che, monitorando le azioni individuali, le costringe e le riporta all'esito di un gioco cooperativo. La distribuzione di bonus e penalità porta l'agente centralizzato a *rompere il vincolo di bilancio*, quindi a far sì che la somma delle quote distribuite agli agenti oggetto di monitoraggio possa essere inferiore, in caso di *shirking*, al valore generato dalla loro azione combinata. Ovviamente, la ricompensa della funzione di monitoraggio è l'unico modo per *controllare il controllore*.

Nella visione di Holmstrom, a questi problemi informativi se ne aggiungono altri, così che l'azione di monitoraggio, che viene a definire i confini dell'impresa, può essere concepita ancora più astrattamente, come *metodo per creare un sistema più ricco di misure di performance* (Holmstrom, 1999, p.79). A cosa allude l'autore può essere compreso se si tiene conto di un'altra importante forma di esternalità contrattuale, legata all'effetto di de- potenziamento reciproco dei diversi incentivi, dovuta alla ricaduta negativa che il singolo incentivo ha sulle altre attività da incentivare.

Infatti, la questione degli incentivi diventa complessa e sembra avere delle analogie, come suggeriscono Holmstrom e Milgrom (1994), con le problematiche della tassazione ottimale, quando le distorsioni causate dall'imposizione su un bene devono essere bilanciate da opportuni cambiamenti nelle imposte dei beni ad esso sostituti e complementari. Un analogo problema si pone nella determinazione degli incentivi. In presenza di una molteplicità di attività, *multitasks principal-agent model*, occorre un fine bilanciamento se si vuole evitare che all'incentivazione di un'azione faccia seguito, ad esempio, una caduta nello sforzo erogato in altre mansioni. Questa funzione di bilanciamento può rendere efficiente una funzione di *governo* esercitata più efficacemente dall'impresa, o da altre forme organizzative, rispetto al mercato (Holmstrom, Milgrom, 1991).

In definitiva, la tesi centrale di questo filone di ricerca può essere articolata in due proposizioni. La prima è che l'incentivazione degli investimenti specialistici, compromessa dai potenziali effetti di

⁷ Per un saggio di approfondimento delle implicazioni del noto contributo di Alchian e Demsetz si veda Cugno e Ferrero (1991). Gli autori forniscono, fra l'altro, la possibilità di valutare "due micro-letterature separate e quasi non comunicanti fra di loro" (Cugno e Ferrero, 1991, p.192). La prima si pone come premessa per forme organizzative di tipo cooperativo in condizioni di perfetta osservabilità del prodotto individuale. La seconda affronta la tematica del *free riding* in condizioni di imperfetta osservabilità dello sforzo individuale.

hold up, non è l'unico problema da risolvere. La seconda proposizione è che l'ampliamento dei confini dell'impresa non è l'unica soluzione a quel problema e che, come è emerso nel caso dell'industria automobilistica giapponese, che si esaminerà tra poco, esistono soluzioni alternative ai processi di integrazione.

Un esempio della validità della prima proposizione è offerto da quel "microcosmo" che è l'industria della componentistica elettronica americana. Come ha illustrato l'indagine di Anderson e Schmittlein (1984), per la funzione di vendita e marketing dei prodotti meno standardizzati, come i circuiti integrati, beni *engineering intensive* e le cui specifiche caratteristiche dipendono dalle applicazioni dell'utente, diventa cruciale la relazione con la clientela (i produttori di attrezzature originali). E' così decisiva la qualità ed efficienza delle risorse umane dedicate a tale funzione ed, in un contesto di difficile misurabilità, è preferibile la soluzione della internalizzazione, come ha effettuato la Texas Instruments, con l'adozione di appropriati incentivi, piuttosto che la loro delega a imprese indipendenti.

Per la validità della seconda proposizione, secondo cui l'integrazione non è l'unica soluzione al problema di opportunismo, si può ancora prendere banco di prova l'industria automobilistica, passando a confrontare il caso statunitense con quello giapponese. Monteverde e Teece (1983) hanno mostrato quanto conti il paradigma dei diritti di proprietà proprio per quella industria automobilistica americana, già caso di studio e conferma della teoria dei costi di transazione. Analizzando 133 componenti di automobili General Motors e Ford, gli autori hanno visto che le imprese producono all'interno (integrazione) la componentistica che richiede maggiore contributo ingegneristico ed acquistano sul mercato (non integrazione) le altre componenti.

Ma esiste, come si è anticipato, un'altra industria automobilistica da descrivere che è quella giapponese, il cui funzionamento sembra richiamare elementi che hanno poco a che fare con la teoria dei costi di transazione. Nel caso giapponese, la componentistica è prodotta da imprese fornitrici indipendenti e non integrate nella casa automobilistica e per giunta le relazioni contrattuali che regolano le forniture sono di breve periodo, contengono poche clausole, e sono continuamente rinegoziate. Eppure, la nota 'catastrofe' temuta da Williamson non si verifica e l'auspicata soluzione (integrazione) non si rende necessaria. Tanto è vero che solo raramente si ha una rottura delle relazioni, come documenta Asanuma (1989), e in 11 anni solo 3 delle 150 imprese fornitrici della Toyota hanno cessato di intrattenere relazioni con l'impresa automobilistica. In questo caso, rispetto ai contratti ed all'integrazione si rivela efficiente un terzo elemento che è quello della reputazione: sono le interazioni contrattuali ripetute nel tempo, un tempo la cui estensione non è

determinabile anticipatamente, a creare effetti benefici di reputazione e a rendere possibile, prima che credibile, la minaccia di ritorsioni, senza bisogno dell'integrazione. Per dirla nel linguaggio della teoria dei giochi, in un'interazione strategica ripetuta un numero indefinito di volte, la reputazione fa sì che i giocatori massimizzino il valore atteso dei payoffs futuri adottando strategie cooperative e determinando un esito del gioco Pareto efficiente.

Arrivando ad un bilancio preliminare, sembra quindi emergere che l'integrazione, che costituisce una delle possibili soluzioni alla problematica dei costi di transazione, è al tempo stesso, e forse più potentemente, una soluzione al problema della non osservabilità e della incentivazione originata dai costi di agenzia.

Del resto, altri spunti per riflettere ancora criticamente sul ruolo dell'integrazione come soluzione al problema dell'*hold-up* sono offerti in Holmstrom (1999), seguendo le premesse e indicazioni già presenti nell'approccio dei diritti di proprietà. Come si è visto, l'integrazione risolve la questione dell'opportunismo attribuendo autorità ad una delle due parti contraenti. E' interessante peraltro notare, suggerisce Holmstrom (1999), che nell'approccio GH e HM e nel complesso processo di contrattazione *ex-post* tra le parti, si verifica di fatto un processo di *monitoraggio esterno*, esercitato nel mercato, visto che i due contraenti potranno scoprire, negoziando e quindi rifiutando ed accettando le diverse offerte, le loro rispettive *outside option*, quindi i valori che condizionano la spartizione della quasi rendita generata dalla loro relazione. Ciò si differenzia da quanto emerge invece in Alchian e Demsetz, dove si ha un *monitoraggio interno*, effettuato dal controllore, come soluzione al problema del *free riding*.

A tale proposito si possono, tuttavia, avanzare diverse obiezioni. Innanzitutto, il monitoraggio esterno e la scoperta delle *outside options* può essere il risultato di un processo costoso di acquisizione delle informazioni. Inoltre, le parti potranno usare il loro potere contrattuale per modificare le loro *outside options* così da ottenere una quota maggiore del surplus determinato dalla loro relazione. Infine, l'esito dell'integrazione può essere un sotto - investimento dell'impresa acquisita; infatti, in presenza di supermodularità, l'effetto dell'investimento di un contraente (ad esempio *B*) sul valore della quasi rendita cresce al crescere dell'investimento effettuato dall'altra parte (*S*) e ciò può essere all'origine di una ricaduta negativa anche in termini dell'investimento specialistico dell'impresa acquirente (*B*).

Ciò può avvenire se, ad esempio, l'incentivo ad effettuare investimenti in capitale umano nell'impresa acquisita diminuisce con l'integrazione e ciò ha ricadute sull'investimento dell'impresa acquirente.

In definitiva, altre forme organizzative, *franchising*, contratti di vendita, compartecipazione, potrebbero risultare vantaggiose per la soluzione del problema della non contrattabilità degli investimenti specialistici, rispetto alla semplice integrazione invocata dalla teoria dei diritti di proprietà. Numerosi sono, del resto, i casi esaminati in questa ricca letteratura, basti leggere Holmstrom e Roberts (1998), Milgrom e Roberts (1992) e l'industria automobilistica non è certo l'unico settore per il quale mettere alla prova la rispettiva rilevanza del ruolo svolto dai costi di agenzia e di transazione. In diversi contesti settoriali emerge che sono numerose le forme contrattuali che proteggono da problemi di *hold up* (accordi di *joint venture*, di partecipazione, contratti di *venture capital*) e quindi l'integrazione è solo una soluzione ottenuta in alcuni casi, ma non generalizzabile, in quanto non valida in altri.

Costi e benefici dell'integrazione possono, inoltre, essere valutati in una prospettiva ancora più estesa, seppure di minore spessore analitico, quale quella offerta da Hansmann (1988). Si tratta, infatti, di inquadrare l'insieme dei costi derivanti dall'assegnazione dei diritti di proprietà, non solo quelli riconducibili all'integrazione, e quelli che derivano invece dal costo della contrattazione nel mercato, caratteristici dei mercati imperfetti.

Tra le due tipologie di costi considerate da Hansmann esiste un sostanziale trade off, e l'efficiente assegnazione dei diritti di proprietà è quella che ne riduce l'ammontare complessivo. Si tratta così di attribuire la proprietà a quel gruppo j per il quale risulta minimizzata la somma dei costi di proprietà (co_j) e l'insieme dei costi di contrattazione con i soggetti i non proprietari ($\sum CC_i$), quindi di minimizzare il valore di $(co_j + \sum CC_i)$. Ciò deve avvenire includendo, tra i costi proprietari, tre principali categorie: i costi del controllo, già oggetto di trattazione in Jensen e Meckling; ii) i costi del processo di decisione collettiva, particolarmente rilevanti nel processo di aggregazione delle preferenze di diversi soggetti proprietari, da cui l'assegnazione della proprietà a gruppi meno eterogenei possibili; iii) i costi associati all'assunzione del rischio. Si riconosce, infatti, che "la contrattazione nel mercato *crea* un sostanziale grado di rischio" (Hansmann, 1988, p.280), che può essere evitato con un'opportuna ripartizione ed attribuzione ai soggetti meno vulnerabili e meno colpiti dalle fluttuazioni del mercato. Sulla base di tali considerazioni è, in definitiva, possibile comprendere e valutare meglio, come illustra Hansmann, le diverse forme istituzionali di impresa che si affermano nella realtà⁸.

⁸ Tra i contributi volti ad un'integrazione della letteratura sulla proprietà e sull'organizzazione interna delle imprese, vanno anche considerati, come si sottolinea in Turati (2004), Athey e Roberts (2001) e Gibbons (2001), che "pur non

In molti settori, ed in particolare in quelli della *new economy*, l'assetto proprietario va inoltre compreso alla luce della relazione idiosincratICA che diventa sempre più cruciale: quella tra un imprenditore proprietario della risorsa critica (brevetto, lista di clienti, etc.), origine del valore dell'impresa, e il lavoratore - manager. In alcuni contributi, Rajan e Zingales esaminano un nuovo scenario in cui la valorizzazione della risorsa critica dell'impresa implica un investimento specialistico del lavoratore, e ciò, né più né meno di quello che si aveva nel mondo dei contratti descritto da Williamson, genera nuove occasioni di opportunismo. Tuttavia, le competenze acquisite conferiranno al manager un *potere* di fronte al suo principale, esercitabile come diritto di sottrarre la propria disponibilità di capitale umano. Inoltre, l'elemento nuovo è che l'accesso e la specializzazione può essere una premessa e allo stesso tempo un'alternativa ad un'azione di competizione e di espropriazione della risorsa critica da parte del manager.

Si delinea così un nuovo paradigma, rispetto a quello di Grossman - Hart - Moore, in cui non sono i diritti di proprietà sugli asset fisici, ma l'*accesso* alle risorse critiche il canale alternativo per assicurare la massimizzazione del valore dell'impresa. Ciò per due ragioni principali. In primo luogo, perché non sempre il quadro legale è tale da rendere *enforceable* i diritti proprietari, ed in queste circostanze, (un caso estremo considerato dagli autori è quello di organizzazioni illegali come la mafia) l'accesso può emergere come strumento alternativo alla proprietà per indurre investimenti specialistici.

Inoltre, la proprietà, il cui esercizio può essere circoscritto ai soli beni fisici, può determinare anche un effetto negativo. Si tratta della riduzione della *outside option* derivante dall'investimento specialistico, che può ridurre ad esempio l'utilizzabilità dei beni strumentali in altri processi produttivi, e che scoraggia il proprietario ad intraprendere tale azione. Tale effetto non viene invece internalizzato dal lavoratore che ha accesso alla risorsa critica. Il rifiuto di Fisher Body Auto di collocare i suoi impianti vicino a General Motors, che inevitabilmente avrebbe ridotto la sua possibilità di servire altre imprese, bene esemplifica il 'costo' della proprietà, mentre, dopo l'integrazione verticale, il management dell'affiliata Fisher Body Auto non doveva sopportare nessuna perdita personale nella scelta di localizzazione vicino a General Motors (Rajan e Zingales, 1998, p. 419).

ponendosi direttamente il problema, evidenziano l'esistenza di diversi strumenti per incentivare gli agenti ed individuano nell'assegnazione dei diritti proprietari uno di questi dispositivi." (Turati, 2004, p.72).

Come si è detto più volte, nel mondo di Grossman, Hart e Moore il problema era quello di conferire la *proprietà all'impresa* che effettua l'investimento specialistico in grado di generare un maggiore valore; in Rajan e Zingales, invece, la questione centrale diventa quella di attribuire l'*accesso ai manager* che realizzano il maggiore investimento specifico in capitale umano. A tale proposito, le soluzioni che si prefigurano sono strettamente dipendenti dalle proprietà delle relazioni tecnologiche che intercorrono tra gli investimenti.

Nel caso di relazioni di sostituibilità tra gli investimenti specialistici, la soluzione migliore è quella di attribuire l'accesso ad un solo manager; in caso contrario, si avrebbe uno spreco di risorse perché più managers deciderebbero di effettuare gli investimenti, ma il valore dei beni prodotti sarebbe lo stesso di quello conseguito nel primo caso, visto che solo ad uno si darebbe la possibilità di mettere a frutto l'investimento effettuato. Nel caso, invece, di stretta complementarietà, viene ad operare un altro effetto, che spinge, comunque, nella direzione di conferire l'accesso ad un solo manager. Infatti, se si hanno, funzioni produttive strettamente complementari, l'accesso a più manager dà a ciascuno un alto potere, per il veto che egli può porre alla relazione con gli altri. Tale potere di minaccia indebolisce l'incentivo degli altri manager ad investire.

Il terzo scenario è quello di investimenti additivi. In questo caso, ipotizzando una funzione di creazione di valore strettamente concava, un incremento negli investimenti ha un effetto negativo sul payoff ottenuto dagli investimenti effettuati fino a quel punto. Tuttavia, tale effetto negativo è internalizzato solo quando è un solo manager ad avere l'accesso. In questo caso egli investe troppo poco, in tutta analogia alla scelta di unico produttore, il monopolista, che produce troppo poco. Dando l'accesso multiplo delle risorse, l'effetto di sotto-investimento viene meno ed il valore dell'impresa cresce. Tuttavia, per l'ipotesi sui rendimenti decrescenti, potrebbe determinarsi un numero di manager ottimali, oltre il quale non è conveniente spingersi. Ciò finirebbe per determinare i confini dell'impresa.

Un altro tema importante è quello delle linee gerarchiche che si rendono necessarie quando gli investimenti specialistici, finalizzati a diverse mansioni produttive, danno luogo a diversa profittabilità. In questo caso, gli *executives* competono tutti per le mansioni più remunerative, e finiscono per deprimere la specializzazione in mansioni importanti, ma con minore contributo marginale sulla creazione del valore dell'impresa. La restrizione all'accesso ai compiti più attrattivi migliora così l'efficienza: lascia libere risorse umane volte ad una specializzazione diversificata rispetto a più *tasks* e rimuove una possibile causa di sotto investimento. Un tema che ha implicazioni interessanti in termini organizzativi, come si mostra in Rajan e Zingales (1998, 2001).

Nella *old economy*, la concezione dell'impresa come "*visible hand*" è legata alla *modern business enterprise (MBE)* descritta da Chandler, quella per la quale lo sfruttamento di grandi economie di scala e di diversificazione conduce a mercati oligopolistici. Le barriere all'entrata fanno inoltre sì che l'assetto del mercato sia altamente stabile e Chandler stesso segnala che delle grandi imprese censite da Fortune a metà degli anni '90, circa la metà era già stata fondata sessanta anni prima. Inoltre, l'alta intensità di capitale, e quindi la necessità di cospicui investimenti finanziari, genera a sua volta la forma proprietaria della *public company* (proprietà frazionata e diversificazione del rischio).

Due fattori principali, nella ricostruzione di Rajan Zingales (2003), modificano lo scenario esterno ed interno della *MBE*, ed in entrambi i casi l'effetto finale è uno spostamento del 'potere' dal capitale 'inanimato' a quello 'animato'.

L'aumento della concorrenza internazionale (negli USA il volume degli scambi internazionali passa dal un valore nel 1979 dell'11% sul PIL ad un 26% nel 2000) si associa ad una maggiore concorrenza nei mercati, ma anche alla competizione istituzionale ed organizzativa. L'aumento nella concorrenza nella fornitura di beni intermedi facilita il processo di *outsourcing*, con effetti di deverticalizzazione della corporation americana. Le opzioni esterne per il lavoratore aumentano, inoltre, non solo per l'aumentata concorrenza e per l'aumento di impieghi alternativi, ma anche per il passaggio da una tecnologia rigida ad una più flessibile, che rende più facile la 'riconversione' del capitale umano in impieghi alternativi e facilita il decentramento e il *downsizing*.

Il secondo fattore, ormai a tutti noto, è la crescente competitività nella qualità del prodotto che richiede 'iniziativa' e porta invece a ridimensionare il problema interno del 'controllo'. Flessibilità tecnologica e competizione nell'innovazione (si pensi alla personalizzazione di molti servizi alla clientela) aumentano l'importanza dei lavoratori maggiormente qualificati: la bilancia del 'potere' si sposta così dal detentore dei diritti di proprietà del capitale fisico a quello sul capitale umano.

Un primo riflesso di questo spostamento del baricentro nell'esercizio dell'autorità si riflette nell'evoluzione nella distribuzione del reddito. La ricca ricostruzione storica offerta nel saggio di Piketty e Saez (2003) mostra che alla fine degli anni '20 gli individui nel più elevato scaglione di reddito percepivano per il 70% redditi da capitale, mentre alla fine degli anni '90 si ha un valore del solo 20%, mentre sono i compensi imprenditoriali a costituire il restante 80%. Il secondo riflesso è

la maggiore mobilità professionale dovuta alla versatilità delle tecnologie adottate e che fa sì che i lavoratori sopra i quaranta anni (quelli che hanno già avuto il tempo di qualificarsi) abbiano una permanenza di meno di dieci anni nello stesso impiego (Rajan, Zingales, 2004, Jaeger, Stevens, 1998), un dato che, tuttavia, dovrebbe essere interpretato tenendo conto della volontarietà o meno degli spostamenti lavorativi. Inoltre, negli anni '90, si segnala (Bhide, 2000) una quota elevata di attività (oltre il 70% delle imprese Inc 500), fondate o clonate per iniziativa di occupati che hanno dato luogo a nuove imprese sviluppando un'idea generata nel posto di lavoro precedente.

Due conseguenze importanti se ne possono trarre. La prima è che il capitale umano, il fattore produttivo sempre più importante, i cui servizi sono sempre meno standardizzati e meno facilmente valutabili, necessita di un'azione di controllo diretta e ben più radicale, rispetto al solo controllo *indiretto*, che nel mondo di Grossman Hart e Moore veniva esercitato dotando o privando il lavoratore degli assets dell'impresa. La contrattazione deve quindi in primo luogo contenere delle clausole di non concorrenza.

In secondo luogo la rilevanza del capitale umano modifica la rete di gerarchie interne all'impresa necessarie a valorizzare gli effetti sulla massimizzazione dello *shareholder value*. Per dirla con le parole di Rajan e Zingales, “ l'amministratore delegato capisce che deve impegnarsi più direttamente in attività quali *job design*, strutturazione degli incentivi, gestione dei rapporti interpersonali, in modo tale da legare i lavoratori all'azienda. Tutto ciò richiede una conoscenza più profonda della situazione ai piani bassi. Gli alti dirigenti sono messi di fronte ad un bivio: scendere dal paradiso o rischiare l'impotenza” (Rajan e Zingales, 2003, ed. it. 2004, p.102).

Questa visione è solo parzialmente condivisa da quanti ritengono, come Stiglitz (2003), che quegli alti dirigenti debbano *scendere* dal paradiso, ma possano anche *risalirci* e da lì non solo 'espropriare la risorsa critica' dell'impresa o 'rompere il vincolo di bilancio', ma colludere con le banche, gestire per usi privati i molteplici nuovi canali del *private equity*, stabilire i propri compensi, divenendo in un solo tempo agenti e principali di se stessi.

A questo tema ha dato un impulso particolare la letteratura sull'*entrenchement* sviluppata da Shleifer e Vishny (1989) ed Edlin e Stiglitz (1995), un filone di indagine che promette interessanti sviluppi.

Nell'analisi di Shleifer Vishny (1989) i managers possono annullare i meccanismi di disciplina esercitati dal mercato e dai proprietari facendo sì che la valutazione di se stessi cresca nel giudizio degli azionisti e che un eventuale ricambio manageriale sia costoso da effettuare. Per perseguire tali fini, la strategia da mettere in atto è quella di scegliere progetti di investimento altamente specifici, che accrescano non solo la propria ricchezza, nel caso in cui il manager abbia anche una quota proprietaria dell'impresa, ma soprattutto generino un differenziale di profittabilità rispetto a quanto ottenibile con manager alternativi. Tale differenziale, che rende altamente costoso il licenziamento dei *top executives* in carica, costituisce il presupposto perché essi si appropriino di una parte significativa dei profitti delle imprese. La perdita per gli azionisti è doppia: si attuano progetti di investimento non necessariamente volti alla massimizzazione dello *shareholder value* (perdita *ex-ante* ed inefficienza allocativa), e si opera un trasferimento, a favore dei manager, delle quasi rendite generate da tali investimenti (perdita *ex-post* nella fase distributiva).

L'azione di *entrenchment* può diventare così un cruciale determinante, sottolineano i due economisti, nelle scelte di acquisizione di altre imprese. Una scelta che, in questo caso, non può essere letta nell'ottica proposta dalla teoria dei diritti di proprietà, poiché in caso di *entrenchment* l'integrazione non risolve problemi di opportunismo, ma invece ne crea i presupposti, ponendo il manager nella condizione di poter svolgere attività di *rent seeking*. Del resto, non solo le acquisizioni di altre imprese, ma le stesse strategie di diversificazione produttiva possono essere interpretate alla luce delle ipotesi suggerite dai due autori. Infatti, qualora il manager intuisca che nei settori in cui opera l'impresa che egli conduce altre figure manageriali possono diventare competitive ed arrivare a sostituirlo, intraprende investimenti in altri segmenti produttivi, là dove tale ricambio non è realizzabile e la sua perdita di posizione non è ancora in gioco.

4. Conclusioni

La letteratura che nasce dal riconoscimento del potere contrattuale del manager modifica e riformula, in modo più convincente, alcune tesi tipiche della letteratura managerialista che tanta parte hanno avuto nella spiegazione delle vicende della grande *corporation* americana.

In particolare, consente di segnalare l'importanza del capitale umano e del suo accesso alla risorsa critica dell'impresa come origine di "potere", nella terminologia suggerita da Rajan e Zingales, e come premessa all'esercizio di quella autorità, che è l'essenza della *governance* societaria. Da qui la

necessità di coniugare in una prospettiva problematica i temi dell'opportunismo generato, non solo da investimenti in asset fisici, ma anche dalla formazione di capacità manageriali specialistiche.

Peraltro, in questo scenario, può emergere che non sia il *livello* degli investimenti ad essere subottimale, ma la *forma* che esso assume e che consente agli “*incumbent manager*” di godere e permanere in una posizione di rendita. Da ciò può prendere spunto il tentativo di coniugare in una prospettiva problematica i temi dell'opportunismo generato da investimenti fisici e da ruoli manageriali specialistici, una premessa importante per un collegamento sempre più stretto tra imperfezioni del mercato del capitale ‘animato ed ‘inanimato’.

Potere, ma anche abuso di potere, si rendono infatti evidenti in un contesto di asimmetrie informative e di scarsi incentivi alla “rivelazione”, come illustrano Edlin e Stiglitz (1998). Si tratta allora di guardare “ai difetti del mercato dei capitali per rendere conto dei più importanti difetti del capitalismo”, come già osservava Stiglitz circa dieci anni fa (Stiglitz, 1992), ma in un modo che oggi risulta più complesso. Occorre, infatti, prendere atto con le stesse parole dell'economista, che:

“Nei ruggenti anni Novanta ...abbiamo ideato nuovi incentivi e strumenti più raffinati perché i dirigenti di azienda potessero arricchirsi sempre di più a spese degli altri. E così con il passare dei mesi si è capito come la storia dell'Enron fosse la storia degli anni Novanta, con la deregulation sfrenata, le acrobazie contabili, l'avidità delle grandi aziende, la complicità delle banche. E mentre la globalizzazione abbracciava il mondo, la Enron abbracciava la globalizzazione, di cui ha mostrato il lato più oscuro (Stiglitz, 2003, ed.it.2004, p.259, 266).

Appendice

A.1. Il potere nell'impresa in Rajan e Zingales

In Rajan e Zingales (1998) si ipotizza un imprenditore che possiede una risorsa critica (ad esempio una macchina) il cui uso produttivo richiede un investimento specialistico (ad esempio, in capitale umano o nell'adattamento della macchina ai fini produttivi specifici dell'impresa). Tale investimento può essere effettuato dal manager, sotto la condizione di accesso alla risorsa. Il costo di tale investimento è a carico del manager. Al tempo 0 , l'imprenditore deve decidere a quali e quanti managers concedere l'accesso. Al tempo 0 l'accesso è contrattabile, e non ci sono vincoli di liquidità. Effettuato l'investimento nel periodo tra 0 ed 1 , al tempo 1 , si ha la contrattazione dei payoffs tra managers ed imprenditore; infine, al tempo 2 , si ha l'effettiva realizzazione della produzione ed il pagamento dei *payoffs*.

La decisione di attribuzione dell'accesso, per la massimizzazione degli investimenti e quindi del valore dell'impresa, dipende dalle ipotesi introdotte sulle relazioni tra investimenti e prodotto. Si indichi con $R(i)$ il prodotto ottenuto con un volume di investimenti pari ad i ed il cui costo sia i . Si assuma, inoltre, che in assenza di investimenti specialistici, e quindi se l'imprenditore non è coadiuvato da managers, si abbia un prodotto nullo $r_E=R(0)=0$. Si ipotizzi, inoltre, che la presenza dell'imprenditore sia necessaria per ottenere un prodotto non nullo, quindi che l'outside option del manager è $r_m=0$

Tre diverse situazioni si configurano quando potenzialmente n managers hanno accesso alla risorsa ed effettuano investimenti:

a) investimenti perfetti sostituti: in questo caso, la produzione è ottenuta selezionando il manager più specializzato, che consente di produrre il massimo output:

$$R(i)=R(\max\{i_j\}) \quad \text{per } j = 1, \dots, n$$

b) investimenti additivi: ogni manager contribuisce al volume complessivo degli investimenti effettuati e l'output che ne deriva è dato da:

$$R(i) = R\left(\sum_{j=1}^n i_j\right)$$

c) investimenti complementari: si ipotizza una funzione di produzione a rendimenti decrescenti e che presenta complementarità tra gli inputs:

$$R(i)=R\{i_1, i_2, \dots, i_n\}$$

$$R_{jj} < 0$$

$$R_j k > 0$$

Al tempo 0, l'imprenditore, che come si è detto, deve decidere come allocare l'accesso, tiene conto della scelta dell'investimento che verrà realizzata da ogni manager. Dal canto suo, ogni singolo manager può effettuare tale scelta, calcolando il suo *payoff* in base al valore di Shapley. Si tratta, come noto, di determinare per ogni *j.mo* manager il contributo marginale calcolato come differenza del payoff ottenuto dalla coalizione *K*, senza *j*, (indicato come $v(K \setminus \{j\})$,) e quello ottenuto con il contributo di *j* ed indicato come $v(K)$. Si passa poi a calcolare la media di tali contributi marginali, sommando questi valori su tutte le coalizioni, assunte come equiprobabili, e dividendo per tutte le coalizioni. Nel nostro caso, ipotizzando *n* managers ed un imprenditore *E*, e quindi un numero di agenti $(n+1)$, si hanno $(n+1)!$ coalizioni possibili. Il valore di Shapley è quindi dato dalla seguente:

$$w_j = \sum_{K|j \in K} \frac{[v(K) - v(K \setminus \{j\})]}{(n+1)!}$$

Una semplificazione del calcolo di tale valore può essere effettuato raggruppando le coalizioni che determinano gli stessi payoff. Infatti, se conta il 'turno di gioco' del manager, nel definire il suo contributo produttivo, si tratta di calcolare tutte le coalizioni in cui tale turno è lo stesso; si dovrà quindi determinare il numero di permutazioni in cui è lo stesso il numero dei giocatori che lo precedono (identificabile genericamente come $(k-1)$, ed è lo stesso il numero di giocatori che lo seguono $(n+1-k)$. In definitiva, il numero delle coalizioni in cui *j* arriva per *k.mo* è dato dal numero di permutazioni dei giocatori che lo precedono, moltiplicato per il numero di permutazioni di quelli che lo seguiranno, quindi $(k-1)!(n+1-k)!$ ⁹.

Raggruppando i termini della somma caratterizzati dallo stesso turno di gioco, ed assumendo l'omogeneità degli agenti, così che l'identità degli agenti $(k-1)$ che giocano prima e quella degli $(n+1-k)$ che arrivano dopo sia irrilevante, è possibile scrivere:

$$w_j = \sum_{K|j \in K} [v(K) - v(K \setminus \{j\})] \frac{(k-1)!(n+1-k)!}{(n+1)!}$$

dove $k=|K|$ è il numero degli agenti nella coalizione *K*.

⁹ Ad esempio, nella coalizione dei soggetti (a,b,c,d,e,f) , il soggetto *c* gioca per terzo. Il suo payoff sarà lo stesso di quello realizzabile nella coalizione (b,a,c,e,f,d) , in cui uno stesso numero di giocatori, pari a 2, lo precedono, ed uno stesso numero (pari a 3), lo segue. Si tratta quindi di raggruppare tutte le coalizioni tengono conto di questa ipotesi implicita di indifferenza dell'identità dei soggetti che precedono e seguono *c* nel suo turno di gioco, e che implica l'omogeneità degli agenti stessi.

Nel caso molto semplice di due managers, 1 e 2, e di un imprenditore E , il manager 1 può partecipare alle seguenti possibili coalizioni, riportate in parentesi tonda: $\{(1), (1,2), (2,1), (1,E), (1,2,E), (2,1E)\}$. Nelle prime tre non partecipa E , quindi si ha produzione nulla. Nella quarta si ha, invece, il manager 1 e l'imprenditore, la differenza tra il valore del prodotto con il manager 1 e senza il manager 1 è quindi $R(i_1)-R(0)$. Nella quinta e nella sesta si tratta di calcolare, da parte del manager 1, $R[(i_1, i^*_2)-R(i^*_2)]$, assumendo come dato i^*_2 , l'investimento ottimale scelto dall'altro manager.

$$\frac{(k-1)!(n+1-k)!}{(n+1)!} = \frac{1}{6}$$

Ovviamente, nell'ipotesi di due managers, 1 e 2, e di un imprenditore E , il manager 1 può partecipare alle seguenti possibili coalizioni, riportate in parentesi tonda: $\{(1), (1,2), (2,1), (1,E), (1,2,E), (2,1E)\}$. Nelle prime tre non partecipa E , quindi si ha produzione nulla. Nella quarta si ha, invece, il manager 1 e l'imprenditore, la differenza tra il valore del prodotto con il manager 1 e senza il manager 1 è quindi $R(i_1)-R(0)$. Nella quinta e nella sesta si tratta di calcolare, da parte del manager 1, $R[(i_1, i^*_2)-R(i^*_2)]$, assumendo come dato i^*_2 , l'investimento ottimale scelto dall'altro manager.

Ai fini dell'analisi che stiamo svolgendo, si deve passare ad esaminare il ruolo delle tre diverse ipotesi avanzate in merito agli investimenti specialistici, per verificare il numero dei manager cui è ottimale conferire l'accesso.

Investimenti sostituti

Se si hanno investimenti sostituti, l'imprenditore deve scegliere l'accesso così da ottenere $R(\max[i_1, i^*_2])$. Ciascun manager, dal canto suo, deve calcolare il valore di Shapley sottraendo al valore del prodotto il costo dell'investimento, i . Per il manager 1, assumendo come data la scelta i^*_2 effettuata dall'altro manager, si tratta di risolvere il seguente problema di massimizzazione:

$$\max_{i_1} 1/6 [R(i_1)-R(0)] + 1/6 [R(\max(i_1, i^*_2)) - R(i^*_2)] + 1/6 [R(\max(i^*_2, i_1)) - R(i^*_2)] - i_1$$

Tale espressione può essere riscritta, per le ipotesi avanzate sulla funzione di produzione, come segue:

$$\max_{i_1} 1/6 [R(i_1)-R(0)] + 1/3 [R(\max(i_1, i^*_2)) - R(i^*_2)] - i_1$$

Le condizioni di massimizzazione del primo ordine, ottenute differenziando rispetto ad i_1 sono così:

$$\begin{aligned} 1/6 [R'(i_1)-0] + 1/3 [R'(i_1)] - 1 &= 0 && \text{per } i_1 \geq i^*_2 \\ 1/6 [R'(i_1)-0] + 0 & && \text{per } i_1 < i^*_2 \end{aligned}$$

dove con $R'(\cdot)$, si indica la derivata prima della funzione rispetto ad i . Le due funzioni di risposta ottima consentono di determinare due equilibri di Nash asimmetrici nelle strategie pure¹⁰:

¹⁰ E' inoltre possibile ottenere un equilibrio simmetrico nelle strategie miste, si veda l'appendice di Rajan e Zingales (1998).

$$\begin{aligned} & 1/6R'(i) + (1/3)R'(i) \quad \text{per } i_1 \geq i_2^* \\ & 1/6R'(i) + 0 \quad \text{per } i_1 < i_2^* \end{aligned}$$

L'impresa, come si è detto, realizza $R(\max i^*_1, i^*_2)$; dà quindi l'accesso ad un solo manager. In caso contrario si avrebbe solo uno spreco di risorse, perché si conseguirebbe lo stesso output, ma si avrebbe una spesa maggiore per maggiori investimenti, effettuati da entrambi i managers.

Investimenti additivi

Nell'equilibrio simmetrico in cui si dà l'accesso a n manager, ciascuno dei quali realizza un investimento, che può essere indicato con $i^*(n)$, il payoff per il singolo manager può essere determinato tenendo conto della sua probabilità di far parte della coalizione composta da j agenti e pari a $j(n-1)!$, sul numero delle coalizioni possibili $(n+1)!$.

Il payoff del singolo manager, nel caso in cui E faccia parte della coalizione, è calcolato come contributo marginale confrontando il prodotto ottenuto senza la sua partecipazione $R[(j-1)i^*]$, e quello ottenuto con il suo apporto $R[i_k + (j-1)i^*]$ quindi:

$$\sum_{j=1}^n [R(i_k + (j-1)i^*(n)) - R(j-1)i^*(n)] \frac{j(n-1)!}{(n+1)!} - 1 = 0$$

Nell'equilibrio simmetrico, in cui ciascun manager sceglie lo stesso investimento, e poiché $[j(n-1)!/(n+1)!] = [j/(n(n+1))]$, si ottiene:

$$\sum_{j=1}^n [R'(ji^*(n))] \frac{j}{n(n+1)} - 1 = 0$$

dove $i^*(n)$ è il valore dell'investimento ottimale scelto dal singolo manager, nel caso in cui n managers abbiano l'accesso:

Dalla precedente condizione può essere verificato che il livello degli investimenti ottimali scelti da ciascun manager diminuisce con n , quindi che $i^*(n+1) < i^*(n)$.¹¹

¹¹ Tale risultato può essere provato per assurdo, mostrando che se fosse vero $i^*(n) = i(n+1)$, si avrebbe

$$\sum_{j=1}^n [R'(ji^*(n))] \frac{j}{n(n+1)!} - \sum_{j=1}^{n+1} [R'(ji^*(n+1))] \frac{j}{(n+1)(n+2)!} = 0. \text{ Sviluppando le due sommatorie, ponendo}$$

$i^*(n) = i^*(n+1)$ e raggruppando i termini fino ad n , tale condizione può essere riscritta come

$$\frac{\sum_{j=1}^n j[R'(ji^*(n))]}{(n+1)} \left(\frac{1}{n} - \frac{1}{n+2} \right) - \frac{R'[(n+1)i^*(n)]}{(n+2)} = \frac{\sum_{j=1}^n 2j[R'(ji^*(n))]}{n(n+1)(n+2)} - \frac{R'[(n+1)i^*(n)]}{(n+2)}. \text{ Tale}$$

condizione è tuttavia violata per la concavità della funzione $R(i)$.

Continuando ad considerare il caso di due manager cui dare potenzialmente l'accesso, si tratta di differenziare rispetto ad i la seguente espressione:

$$1/6 [R(i_1)-R(0)] + 1/6 [R(i_1 + i^*_2)- R(i^*_2)] + 1/6 [R(i^*_2 + i^*_1)- R(i^*_2)] - i_1$$

Per ciascun manager, in equilibrio simmetrico $i^*_1=i^*_2$, deve quindi valere la seguente condizione:

$$1/6 [R(i_1)-R(0)] + 1/3 [R(i^*_1 + i^*_2)- R(i^*_2)] - i_1$$

Indicando con $i^*(2)$ il livello degli investimenti ottimali scelti da ciascun manager nel caso in cui sia dato l'accesso a 2 di loro, quindi per $n^*=2$, si ha

$$1/6[R'(i^*(2))] + 1/3 [R'(2i^*(2))] - 1=0$$

E' possibile verificare che l'investimento scelto è superiore a quello ottenuto per la soluzione con un solo manager, che possiamo indicare con $i^*(1)$. In questo caso, infatti, il manager dovrebbe determinare la soluzione al seguente problema :

$$\begin{aligned} \max & 1/2[R(i_1)-R(0)] - i_1 \\ \text{da cui:} \\ & 1/2 R'[i^*(1)] - 1=0 \end{aligned}$$

Sottraendo tale soluzione a quella ottenuta nel caso di accesso di due manager si ottiene:

$$1/6 R'[i^*(2)] + 1/3 [R'(2i^*(2))] - 1/2 [R'(i^*(1))] = 0$$

che può essere riscritta come segue:

$$1/6 [R'(i^*(2)) - R'(i^*(1))] + 1/3 [R'(2i^*(2)) - R'(i^*(1))]=0$$

il termine contenuto nella prima parentesi quadra è positivo, poiché, per $i^*(2)<i^*(1)$, $R'(i^*(2))>R'(i^*(1))$. Si deve quindi avere che il secondo termine in parentesi quadra sia negativo, ovvero che $i^*(1)<2i^*(2)$.

Come si può quindi osservare, l'investimento di ciascuno dei due manager è inferiore a quello che si avrebbe dando l'accesso ad un unico manager, e ciò è dato dal fatto che $i^*(2)<i^*(1)$. Tuttavia, la somma complessiva ($2i^*(2) > i^*(1)$) è superiore a quella che avrebbe scelto il singolo manager operando da solo ($i^*(1)$). Rajan e Zingales sottolineano a tale proposito che il singolo manager, operando da solo, internalizza la caduta del prodotto marginale che si determina all'aumentare dell'investimento specialistico, e quindi finisce per investire "troppo poco", così come un singolo produttore monopolista produce troppo poco. Da questo punto di vista, l'imprenditore che dà l'accesso a due manager li pone in concorrenza e fa accrescere l'investimento specialistico (infatti $2i^*(2)>i^*(1)$), facendo così aumentare il valore dell'impresa e quindi l'efficienza, ma diminuire il payoff del singolo manager. Un chiaro esempio di non allineamento degli interessi di manager e proprietari.

Investimenti complementari

Si supponga che si abbiano due compiti produttivi complementari (A e B) che richiedono investimenti specialistici (i_A e i_B) e che si abbia simmetria nella produttività dei due investimenti

$$(R_1(i_A, i_B) = R_2(i_A, i_B)).$$

Se si dà l'accesso ad un solo manager, egli sceglierà i_A e i_B , così da massimizzare il suo payoff:

$$\max_{i_A, i_B} \frac{1}{2} [R(i_A, i_B) - R(0)] - i_A - i_B$$

dove, come in precedenza, $R(0)$, il prodotto senza E è ipotizzato pari a 0 . Le condizioni del primo ordine sono:

$$\frac{1}{2} [R_{i_A}(i_A, i_B) - R(0)] - 1 = 0$$

$$\frac{1}{2} [R_{i_B}(i_A, i_B) - R(0)] - 1 = 0$$

dove R_{i_A} e R_{i_B} sono, rispettivamente, le derivate prime parziali rispetto a i_A e i_B . Come in Hart e Moore (1990), si ha che se un singolo agente, in questo caso il manager, sopporta interamente il costo dell'investimento, ma ne divide con un altro i proventi, nella fattispecie con l'imprenditore, si genera sotto – investimento, nel nostro caso, in entrambe le mansioni produttive A e B .

Il first best si avrebbe invece nel caso di intera appropriazione, e quindi per $[R_{i_A}(i_A + i_B) - R(0)] -$

$$1 = 0 \text{ e } [R_{i_B}(i_A + i_B) - R(0)] - 1 = 0$$

Nel caso di accesso a due managers l'allontanamento dal first best è ancora maggiore.

Se il manager I ha accesso al compito A e l'altro al compito B , il manager I ottiene:

$$\frac{1}{6} [R(i_A, 0) - R(0, 0)] + \frac{1}{3} [R(i_A, i_B) - R(i_A, 0)] - i_A$$

dove, il primo termine è il contributo marginale valutato come differenza del prodotto della coalizione (I, E) , rispetto alla coalizione $(0, E)$, mentre il secondo è dato dalla differenza che si ha per le due coalizioni $(1, 2, E)$, e $(2, 1, E)$, rispetto alla coalizione $(2, E)$.

Differenziando rispetto ad i_A , si ricava:

$$\frac{1}{6} R_{i_A}(i_A, 0) + \frac{1}{3} R_{i_A}(i_A, i_B) - 1 = 0$$

dove con R_{i_A} si indica la derivata parziale rispetto all'investimento nella mansione A . Per differenziazione implicita, dalla condizione di massimizzazione del primo ordine, si ricava la funzione di risposta ottima:

$$\frac{di_A}{di_B} = - \frac{1/3 R_{i_A i_B}(i_A, i_B)}{1/6 R_{i_A i_A}(i_A, 0) + 1/3 R_{i_A i_A}(i_A, i_B)} > 0$$

dove con $R_{i_A i_A}$ e $R_{i_A i_B}$ si indicano, rispettivamente, le derivate seconde miste rispetto a i_A e i_B . La condizione contenuta nella precedente espressione risulta verificata sotto l'ipotesi di concavità

$R_{i_A i_A} < 0$ e di complementarità tecnologica $R_{i_A i_B} > 0$. Nel caso in esame si genera, quindi, una complementarità strategica nelle decisioni di investimento che potrebbe essere anche all'origine di equilibri multipli e di problemi di coordinamento. Tale soluzione 'non cooperativa', determina valori di i_A e i_B inferiori a quelli che si avrebbero nel caso di una soluzione cooperativa¹². Tale può essere pensata la soluzione corrispondente alla situazione in cui il singolo manager che ha l'accesso 'collude con se stesso'¹³.

Rajan e Zingales considerano, infine, una situazione in cui, continuando ad assumere due compiti produttivi, A e B complementari, che richiedono investimenti specialistici, si abbiano due nuove ipotesi: i) ogni manager può specializzarsi ed investire solo in un compito; ii) la produttività degli investimenti nei due compiti è differenziata. Senza perdita di generalità, si può ad esempio assumere che $R(i_A, i_B) > R(i_A, 0) > R(0, i_B)$. In questo caso, l'incentivo di ogni manager a specializzarsi nel compito maggiormente remunerativo può essere risolto, restringendone l'accesso, ad esempio, attraverso un'appropriata gerarchia. Ciò costituisce il presupposto per scartare la soluzione di second best $R(i_A, 0) >$ e conseguire la specializzazione di entrambi $R(i_A, i_B)$.

A.2. Il modello di *entrenchment* di Shleifer e Vishny

Si ipotizzi un'impresa in cui si possano adottare investimenti 'manager-specifici', ovvero tali

che l'abilità dei manager attualmente in carica (*incumbent*), data dal parametro α_{inc} sia superiore a quelli di eventuali managers alternativi (α_{alt}), quindi che si abbia $\alpha_{inc} > \alpha_{alt}$; inoltre si ipotizza l'irreversibilità di tali decisioni di investimento $\alpha_{inc} \geq 0$. Si indichi, inoltre, con $b(I_{inc})$ il valore atteso dei profitti ottenibili per unità di abilità realizzabili in corrispondenza degli investimenti I_{inc} e con p il costo unitario degli investimenti stessi. Il valore dell'impresa (V_{inc}) nel caso di conduzione da parte del manager in carica è quindi:

$$V_{inc} = \alpha_{inc} b(I_{inc}) - p I_{inc}$$

¹² Si veda Boitani, Damiani (2003, cap. 9) per una trattazione più dettagliata della relazione tra complementarità strategiche ed equilibri multipli. Allo stesso capitolo si rimanda per la dimostrazione che in presenza di esternalità reciproche positive, che nel caso qui in esame derivano dalle complementarità tecnologiche, il gioco non cooperativo dà luogo a soluzioni sub-ottimali rispetto a quello cooperativo.

¹³ Nel caso di accesso ad un solo manager, si può pensare alla sua scelta come a quella di due manager che colludono. Dalla differenziazione implicita delle due condizioni di massimizzazione per $k=1$, che come ricordiamo sono

$$\frac{1}{2} [R_{i_A}(i_A, i_B) - R(0)] - I = 0 \quad \text{e} \quad \frac{1}{2} [R_{i_B}(i_A, i_B) - R(0)] - I = 0, \quad \text{si ricava:} \quad \frac{di_A}{di_B} = - \frac{R_{i_A i_B}(i_A, i_B)}{R_{i_A i_A}(i_A, i_B)} > 0.$$

Nel caso in cui si abbia un ricambio e l'assunzione di nuovi manager che effettuano investimenti aggiuntivi, pari a I_{alt} , il valore dell'impresa, V_{alt} , risulterà dato dalla seguente espressione:

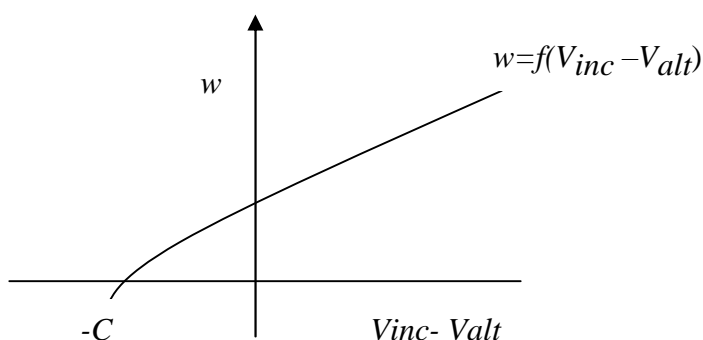
$$V_{alt} = \alpha_{alt} b(I_{inc} + I_{alt}) - p(I_{inc} + I_{alt})$$

Il manager può contrattare con il consiglio di amministrazione un compenso w , che sarà una funzione crescente (f) del differenziale di profittabilità ($V_{inc} - V_{alt}$):

$$w = f(V_{inc} - V_{alt})$$

$$w = f[\alpha_{inc} b(I_{inc}) - \alpha_{alt} b(I_{inc} + I_{alt}) + p I_{alt}]$$

Come si può osservare, la remunerazione w non dipende dalla spesa per gli investimenti pI_{inc} che ha la natura di costo irrecuperabile. Il grafico che segue illustra un esempio della funzione retributiva dell'*incumbent* manager:



Come si può osservare dal grafico, il manager può riuscire ad ottenere una ricompensa positiva anche quando la sua presenza non genera alcuna rendita agli azionisti, così che $w > 0$ anche per $(V_{inc} - V_{alt}) < 0$. Infatti, se il consiglio di amministrazione non sorveglia perfettamente l'azione dei managers, o comunque è impossibilitato per le caratteristiche specifiche degli assets dell'impresa ad individuare la perdita rispetto a condizioni alternative, si troverà a corrispondere un compenso positivo al manager, anche in caso di condizioni di profittabilità non buone. Ciò si potrà avere, come nell'esempio in figura, fino ad un ipotetico punto $-C$, oltre il quale la perdita che si genera è tale da determinare un azzeramento dei compensi dei manager. Il valore di $-C$ individua quindi la misura del grado di tolleranza (*leniency*) e di mancato monitoraggio da parte del consiglio di amministrazione.

La scelta dell'investimento da parte del manager viene effettuata massimizzando il suo reddito complessivo y . Nel caso egli detenga una quota θ delle azioni dell'impresa, tale reddito sarà:

$$y = w + \theta(V_{inc} - w) = w(1 - \theta) + \theta V_{inc}$$

Sostituendo w e V_{inc} , il problema di massimizzazione, rispetto a I_{inc} , risulterà il seguente:

$$\begin{aligned} \max_{I_{inc}} y = & f[(\alpha_{inc} b(I_{inc}) - \alpha_{alt} b(I_{inc} + I_{alt}) - p I_{alt}) (1-\theta) + \\ & + \theta [\alpha_{inc} b(I_{inc}) - p I_{inc}] \end{aligned}$$

Dalla condizione di massimizzazione del primo ordine:

$$f' [b'(I_{inc}) (\alpha_{inc} - \alpha_{alt}) (1-\theta) + \theta [\alpha_{inc} b'(I_{inc}) - p] = 0$$

Ovviamente se il manager è anche l'unico azionista, $\theta=1$, la sua scelta sarà quella di massimizzare il valore dell'impresa $\partial V_{inc} / \partial I_{inc} = 0$, da cui si ottiene:

$$\alpha_{inc} b'(I_{inc}^*) = p$$

$$\text{dove: } I_{inc}^* = \text{argmax } V_{inc}$$

Per $\theta < 1$, invece, si avrà un livello di investimenti superiori. In corrispondenza di tale scelta, si avrà che la perdita di profitto che il manager subisce come proprietario viene esattamente compensata dalla sua maggiore remunerazione.

Bibliografia

- Aghion P., Bolton P., (1992), "An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting", *Review of Economic Studies*, vol. 59, pp. 473-493.
- Aghion P., Tirole J. (1997), "Formal and Real Authority in Organizations", *The Journal of Political Economy*, vol. 105, pp.1-29.
- Alchian A., Demsetz H., (1972), "Production, Information Costs, and Economic Organization", *American Economic Review*, vol. 62, pp. 777-795.
- Anderson E., Schmittlein D. (1984), "Integration of the Sales Force: An Empirical Examination", *Rand Journal of Economics*, vol. 15, pp. 385-395.
- Asanuma B. (1989), "Manufacturer-Supplier Relationship in Japan and the Concept of Relation-Specific Skill", *The Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 3, pp. 1-30.
- Baumol W. J. (1959), *Business Behavior, Value and Growth*, New York, Macmillan.
- Berle A., Means G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, World Inc.
- Bhide A. (2000), *The Origin and the Evolution of New Business*, New York, Oxford University Press.
- Boitani A., Damiani M. (2003), *Una Nuova Economia Keynesiana*, Bologna, Il Mulino.
- Bolton p., Scharfstein D.S. (1998), "Corporate Finance, the Theory of the Firm, and Organizations", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, pp. 95-114.
- Burkart M., Gromb D., Panunzi F. (1997),) "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", *The Quarterly Journal of Economics*", vol.112, pp. 693-728.
- Chandler A. (1962), *Strategy and Structure*, Cambridge, MA, MIT Press.
- Chandler A. (1977), *The Visible Hand*, Cambridge, Mass., Harvard University Press.
- Chandler A. (1992), "What is a Firm? A Historical Perspective", *European Economic Review*, vol. 36, pp. 483-492.
- Coase R. H. (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*, vol. 4, pp. 386-405.
- Cugno F, Ferrero M. (1991), Il problema degli incentivi al lavoro, in Zamagni S. (a cura di), *Imprese e Mercati*, Torino, Utet pp. 187-223.
- Cyert R. M., March J. C. (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*. New Jersey, Prentice Hall.
- Edlin A., Stiglitz J. (1995), "Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies", *American Economic Review*, vol. 85, pp. 1301-1312

- Fama E. F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, vol. 88, pp. 288-307.
- Fama E. F., Jensen M. C. (1983a), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-325.
- Fama E. F., Jensen M. C. (1983b), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 327-349.
- Grillo M. (1991), "Teoria dell'impresa e teoria dei diritti di proprietà", in Zamagni S. (a cura di), *Imprese e Mercati*, Torino, Utet, pp. 155- 185.
- Grossman S. J., Hart O. D. (1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *The Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 691-719.
- Harris M., Raviv A. (1991), "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance*, vol. 46, pp.297-355.
- Hart O. (1989), "An Economist's Perspective on the Theory of the Firm", *Columbia Law Review*, vol. 89, pp. 1757-1774.
- Hansmann H. (1988)), "Ownership of the Firm", *Journal of Law and Organization*, vol. 4, pp.267-304.
- Hart O. D., 1995, "Corporate Governance: Some Theory and Implications", *The Economic Journal*, vol. 105, pp.678-689.
- Hart O. D., Moore J. (1990), "Property Rights and the Nature of the Firm", *The Journal of Political Economy*, vol. 98, pp. 1119-1158.
- Holmstrom B. (1979), "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of Economics*, vol. 10, pp. 74-91.
- Holmstrom B. (1982), "Moral Hazard in Teams", *Bell Journal of Economics*, vol. 13, pp. 324-340.
- Holmstrom B. (1999), "The Firm as a Subeconomy", *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 15, pp. 74-102.
- Holmstrom B., Milgrom P. (1991), "Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design", *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 7, pp. 24-51.
- Holmstrom B., Milgrom P. (1994), "The Firm as an Incentive System", *American Economic Review*, vol. 84, pp. 972-991.
- Holmstrom B., Roberts J. (1998), "The Boundaries of the Firm Revisited", *The Journal of Political Perspectives*, vol. 12, pp. 73-94.
- Holmstrom B., Tirole J. (1995), "The Theory of the Firm", in R. Schmalensee e R. Willig (a cura di), *Handbook of Industrial Organization*, Amsterdam, North-Holland.

Jaeger D., Stevens A. (1998), *Is Job Stability in the United States Falling? Reconciling Trends in the Current Population Survey and Panel Study of Income Dynamics*, NBER Working Paper n. 6650.

Jensen M. C., Meckling W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.

Klein B., Crawford R., Alchian A. (1978), "Vertical Integration, Appropriate Rents, and the Competitive Contracting Process", *Journal of Law and Economics*, vol. 21, pp. 297-326.

Kreps DM. (1999), *Markets and Hierarchies and (Mathematical) Economic Theory*, in *Firms, Markets, and Hierarchies* (a cura di), NY, Oxford University Press, pp.121-155.

Mariti P., (2004), *Costi di Transazione e Sviluppi dell'Economia d'Impresa*, in "L'Industria", vol. XXV, n. 4, pp.755-782.

Marris R. (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, London, Macmillan.

Milgrom P., Roberts J. (1992), *Economics, Organization and Management*, New Jersey, Prentice Hall.

Milgrom P., Roberts J. (1993), *Johnson Controls, Inc. – Automotive Systems Group: The Georgetown Kentucky Plant*, Stanford Graduate School of Business, Case S-BE-9.

Mirrlees J. (1971), An Exploration in the Theory of Optimum Income Taxation, *Review of Economic Studies*, vol. 38, pp. 175-208.

Modigliani F., Miller M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol.48, pp. 261-297.

Monteverde K., Teece D. (1982), "Supplier Switching Costs and Vertical Integration in the Automobile Industry", *Bell Journal of Economics*, vol. 13, pp. 206-213.

Moore J. (1992), "The Firm as a Collection of Assets", *European Economic Review*, vol. 36, pp. 493-507

Myers S., Majluf N. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Informations That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 187-221.

Natale P. (1997), *Mercati, contratti e imprese*, Clueb, Bologna.

Piketty T., Saez E. (2003), "Income Inequality in the United States, 1913-1998", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, pp. 1-39.

Rajan R.G., Zingales L. (1998), "Power in a Theory of the Firm", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, pp. 387-432.

Rajan R.G., Zingales L. (2000), *The Governance of the New Enterprise*, NBER Working paper 7958.

Rajan R.G., Zingales L. (2001), "The Firm as a Dedicated Hierarchy: a Theory of the Origins and Growth of Firms", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, pp. 805-851.

Rajan R.G., Zingales L. (2003), *Saving Capitalism from the Capitalists*, Princeton University Press, ed.it. 2004, *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Torino, Einaudi.

Ross S. (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *American Economic Review*, vol. 63, pp. 134-139.

Shavell S. (1979), "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship", *Bell Journal of Economics*, vol. 10, pp. 55-73.

Shleifer A., Vishny R. (1989), "Management Entrenchment", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 123-139.

Shleifer A., Vishny R. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737-783.

Simon H. A. (1952), "A Comparison of Organisation Theories", *The Review of Economic Studies*, vol. 20, pp. 40-48.

Simon H. A. (1959), "Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science", *American Economic Review*, vol. 49, pp. 253-283.

Spaventa L. (2001), "Governo societario e assetti proprietari. Nota su un teorema non dimostrato", Courmayeur, 28 settembre 2001, mimeo.

Spence M., Zeckhauser R. (1971), "Insurance, Information and Individual Action", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 61, pp. 380-387.

Stiglitz J. E. (1992), "Capital Markets and Economic Fluctuations in Capitalist Economies", *European Economic Review*, vol. 36, pp.269-306.

Stiglitz J.E. (2003), *The Roaring Nineties*, W.W. Norton & Company, ed.it., *I ruggenti anni Novanta*, Torino, Einaudi.

Tirole J. (1988), *The Theory of Industrial Organization*, Cambridge, Mass., Mit Press.

Turati G. (2004), "L'impresa come struttura di incentivi. Una rassegna teorica e alcune osservazioni empiriche", in Jossa B. (a cura di), *Il futuro del capitalismo*, Bologna, Il Mulino, pp. 61-91.

Williamson O. (1964), *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall.

Williamson O. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York, The Free Press.

Williamson O. (1979), "Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations", *Journal of Law and Economics*, vol. 22, pp. 233-271.

Williamson O. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*. New York, The Free Press.

Williamson O. (1986), *Economic Organization*, Brighton, Wheatsheaf Books, e New York, New York University Press (ed.it.) (1991), *L'organizzazione economica*, Bologna, Il Mulino.

Williamson O. (2000), "The New Institutional Economics: Taking Stocks, Looking Ahead", *Journal of Economic Literature*, vol. 38, pp. 595, pp.613.

Wilson R. (1968), "The Structure of Incentives for Decentralization under Uncertainty", in M. Guilbaud, *La Decision*, CNSR, Parigi.

Zingales L. (1998), "Corporate Governance", *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*.