

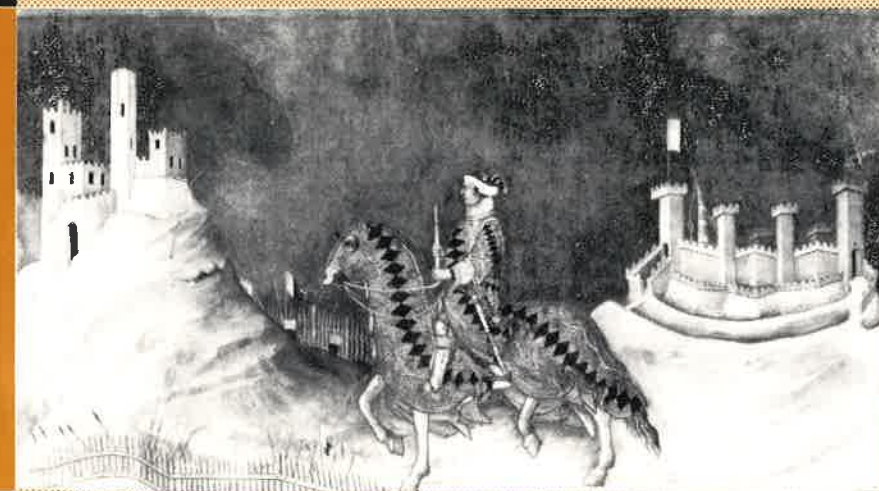
UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI SIENA



QUADERNI DEL DIPARTIMENTO
DI ECONOMIA POLITICA

Luigi Luini

CRESCITA ESTERNA DELL'IMPRESA
E TEORIE ECONOMICHE



**QUADERNI DEL DIPARTIMENTO
DI ECONOMIA POLITICA**

COMITATO SCIENTIFICO

MARCELLO DE CECCO
MASSIMO DI MATTEO
RICHARD GOODWIN
SANDRO GRONCHI
MICHIO MORISHIMA
MARIO NUTI
LIONELLO PUNZO
SILVANO VICARELLI

•Redazione: Dipartimento di Economia Politica, Piazza S. Francesco, 17 -53100
Siena- tel. 0577/298620

•La Redazione ottempera agli obblighi previsti dall'Art. 1 del D.L.L. 31.8.45
n. 660.

•Le richieste di copie della presente pubblicazione dovranno essere indirizzate
alla Redazione

•I Quaderni del Dipartimento di Economia Politica dell'Università di Siena
vengono pubblicati come servizio atto a favorire la tempestiva divulgazione di
ricerche scientifiche originali, siano esse in forma provvisoria o definitiva. I Quader-
ni vengono regolarmente inviati a tutti gli istituti e dipartimenti italiani, a ca-
rattere economico, nonché a numerosi docenti e ricercatori universitari. Vengono
altresì inviati ad enti e personalità italiane ed estere. L'accesso ai Quaderni è
approvato dal Comitato Scientifico, sentito il parere di un referee.

•(Dal 1979 a tutto il 1987 la denominazione della presente Collana è stata:
"Quaderni dell'Istituto di Economia". La numerazione progressiva rimane tuttavia
la stessa).

Luigi Luini

CRESCITA ESTERNA DELL'IMPRESA E TEORIE ECONOMICHE



Siena, gennaio 1989

1. Premessa

Le attività di fusione e di acquisizione - benché costituiscano una parte rilevante dello sviluppo delle economie capitalistiche e per il loro agire si sia pervenuti "alle più importanti forme di ristrutturazione in numerosi settori" ¹ - sono state scarsamente considerate in sede teorica, cosicché i "sentieri della teoria economica e della letteratura sulle fusioni si sono raramente incrociati" ².

E' d'altra parte vero che, con l'esplicitarsi del modello manageriale ³, il rischio di take over e' decisamente assunto, in quel modello teorico, ad unico guardiano dell'efficienza. Ma poiché ciò e' avvenuto indipendentemente dalla verifica di alcuni criteri sia dal lato del mercato dei "fattori" che da quello dei "prodotti finali", rimane il dubbio se tale assunzione possa essere accettata con quella certezza che e' necessaria, nel caso in cui si voglia caricare - su quel particolare segmento del mercato dei capitali, cioè sul mercato di borsa - la responsabilità del peso della "perfezione" ⁴ che analisi sempre più dettagliate, ma purtroppo sempre meno generalizzabili, mostrano essere difficilmente proponibili se si adotta il punto di vista dei mercati reali.

L'analisi non ha perciò prodotto la nascita di nuovi paradigmi interpretativi ma ha piuttosto costituito il "locus" di confronto e di verifica tra paradigmi già esistenti: la teoria neoclassica, quella manageriale e la istituzionalistica, hanno verificato non solo la propria capacità esplicativa dei fenomeni, ma anche il significato assunto negli specifici modelli, del modo di operare della impresa come unità elementare fondamentale. I singoli modi di operare si confrontano così, nel caso delle

¹ Levine-Aaronovitch (1981), p. 151.

² Markham (1955) p. 143.

³ Nei modelli di Baumol (1959, 1962) e Marris (1964) l'obiettivo della massimizzazione della crescita (vendite) viene fissata tenendo conto del vincolo secondo cui al di sotto di un livello minimo di profitto l'impresa viene acquisita.

⁴ La teoria manageriale, malgrado tutti i suoi propositi innovativi, coincide - proprio su questo punto decisivo - con la tradizionale teoria di Walras, il quale considerava precisamente il mercato di borsa come l'esempio più puro della formazione del prezzo. Una versione "attualizzata" delle fusioni come risultato delle aspettative "asimmetriche" degli investitori di borsa e' quella fornita da Gort (1969).

fusioni, non tanto con il nascere, il crescere - decrescere e l'estinguersi delle realtà produttive (cioè con la crescita "interna"), ma con il modificarsi delle strutture produttive già esistenti (cioè con la crescita "esterna").

Il problema diviene così quello di individuare quali modificazioni delle strutture interne sono causate dai fenomeni delle fusioni che divengono, in questo caso, una sorta di prerequisito alla riconversione e/o alla ristrutturazione delle imprese.

Nel caso della teoria del take over esposta in precedenza risulta così agevole vedere come il confronto si ponga - nell'ipotesi limite di realtà costituita da imprese conglomerate pure (che si comportano cioè in analogia all'investitore individuale che opera attraverso un portafoglio titoli) - tra le perfezioni concorrenti del "mercato interno dei capitali" e del "mercato di borsa", e che la soluzione possa essere ritrovata esclusivamente nelle "imperfezioni relative" dovute alle "asimmetrie" di informazione tra "finanza interna aziendale" e "mercato generale dei capitali".

A tale interpretazione si è pervenuti, come vedremo più avanti, per aver considerato la fusione conglomerata come "categoria residuale"⁵, cioè come fusione "né orizzontale né verticale".

Ma prima di affrontare tale argomento occorre dare uno sguardo al fenomeno dal punto di vista storico ed alle chiavi di lettura dello stesso fornite dalla teoria.

2. Storica ciclicità e tassonomia.

Un primo elemento che balza all'occhio nell'esaminare la letteratura sulle fusioni è costituito dal carattere fortemente ciclico del loro andamento. Una vasta disamina storica di tale processo è stata effettuata negli USA sia per l'evidente entità assunta dal fenomeno a partire dall'ultimo quarto del secolo scorso, sia per i problemi di controllo sociale (leggi anti-trust) sin da allora sollevati e dibattuti⁶. In tempi

⁵ Steiner, (1975), p.15-7.

⁶ Bullock (1901), Moody (1904), Dewing (1921), Jones (1921), Livermore (1935), Evans (1948), Nelson (1959), Nutter (1951), Caves-Fortunato-Ghemawat (1984), Lamoreaux (1985), Eis (1969).

più recenti lo stesso tema ha trovato sviluppo anche in altri paesi industrializzati, in particolare in Inghilterra⁷, Germania⁸, Giappone⁹.

Il carattere comune di questo andamento ciclico è costituito dalla "contemporaneità internazionale dei picchi", i massimi assoluti, infatti, sono stati raggiunti in questi tre periodi: 1) 1898-1902, 2) 1926-30, 3) 1967-72.

La letteratura americana suggerisce le seguenti interpretazioni per queste ondate di merger movements: la prima (a cavallo del secolo) avrebbe corrisposto alla formazione di imprese monopolistiche (o dominanti) nei principali settori dell'attività economica con fusioni, quindi, a carattere prevalentemente orizzontale¹⁰, la seconda (immediatamente precedente la grande crisi) che avrebbe portato ad un rafforzamento della concorrenza oligopolistica: la caratteristica più significativa è stata quella di essere di tipo prevalentemente verticale¹¹, la terza (antecedente la crisi del 1973) nella quale le grandi imprese avrebbero trasferito una parte dei loro investimenti, in base alla teoria del ciclo di vita dei settori, ad industrie in espansione, provocando così un'ondata di tipo conglomerata¹².

La letteratura non USA (particolarmente europea e giapponese), non tende a discostarsi per quanto riguarda la chiave interpretativa, da quella nordamericana. Essa tuttavia deve tener conto di alcuni caratteri distintivi delle fusioni in questi paesi:

- 1) Il minor peso relativo del fenomeno conglomerata;
- 2) Il maggior peso sulla concentrazione settoriale causato dalla minor ampiezza dei singoli mercati nazionali, fatto che ha portato ad una accentuazione degli studi sulla (eventuale) divergenza tra struttura dei costi (effetto "efficienza") e struttura dei prezzi (effetto "benessere");
- 3) Il valore assoluto assegnato al fattore dimensione spesso determinato - a prescindere da rigorose considerazioni teoriche - dalla ne-

⁷ Macroty (1907), Hannah (1974; 1979), George-Silbertson (1975), Kumar (1984), Hughes (1986), Cooke (1986), Coffee-Lowenstein-Akerman (1987).

⁸ Pietrowski (1929), Liefmann (1937), Kocka in: Chandler-Daems (1980), Cable (1979), Tilly (1982).

⁹ Yakamura (1986), Goto (1982).

¹⁰ Stigler (1950, 1956).

¹¹ Stigler (1951), Bain (1959).

¹² Mueller (1969, 1972).

cessita' di far fronte agli investimenti esteri diretti di imprese USA che non presentavano, diversamente da quelli interni, caratteristiche conglomerati ¹³;

4) la necessita, infine, di valutazioni di "disappointing marriage"¹⁴ e di "merging - demerging" parziale ¹⁵, consentiti dalle strutture societarie di gruppo ¹⁶ le quali permettono una maggiore elasticita' delle politiche di acquisizione-cessione delle imprese.

In termini piu' generali i contributi USA tendono ad avere una valenza piu' immediata per quanto concerne la politica istituzionale (attraverso le modificazioni alla legislazione anti-trust), mentre quelli europei e giapponesi vanno inquadrati nel tentativo di fornire una base teorica (sfociante spesso in complesse ma evanescenti formulazioni di teoria del benessere) alle relazioni tra imprese private e pubbliche.

Va infine notato - e non solo come "curiosum" teorico - che la ciclicita' delle attivita' di fusione ha trovato scarso credito presso gli studiosi del ciclo economico in particolare presso quelli che, come Mitchell ¹⁷ e Schumpeter ¹⁸, con maggior vigore hanno dato peso al ruolo delle imprese (e dei profitti) come causa principale del ciclo; rimane cosi' largamente da esplorare il tema, forse non secondario, del contributo delle fusioni rispetto agli effetti sul ciclo economico determinati dalle attivita' di investimento.

3. Concentrazione aggregata.

Nell'osservare il ruolo delle fusioni rispetto alla concentrazione, va notato che "piuttosto sorprendentemente i due soggetti - e cioe' la concentrazione "aggregata" (overall) e la concentrazione "di mercato" -

¹³ Rowthorn (1971).

¹⁴ Meeks (1977).

¹⁵ Lye-Silbertson (1981).

¹⁶ Questa e' l'angolatura dei piu' recenti studi sulla Francia quali: Gilly-Morin (1982), Encaoua-Jacquemin (1982), Charreaux-Pitol-Belin (1985) e sull'Italia: Alzona (1969, 1986).

¹⁷ Mitchell (1927).

¹⁸ Schumpeter (1939).

hanno generato tradizioni di ricerca che sono, perlopiu' indipendenti, l'una dall'altra" ¹⁹.

Se ci si pone dal punto di vista della concentrazione aggregata, il problema puo' essere affrontato focalizzando il tema della crescita delle grandi imprese, adottando il criterio che il numero e la dimensione assoluta (cioe' indipendentemente dal(i) mercato(i) in cui le imprese operano) costituiscono la base per la comparazione. In questo senso la crescita "esterna" (attraverso le fusioni) e la crescita "interna" (attraverso: a) l'effetto di "Gibrat", cioe' il processo stocastico di dispersione dei tassi di crescita; b) la crescita "differenziale", dovuta all'ineguaglianza dimensionale delle imprese), fanno da elementi della misurazione complessiva.

E' tuttavia di estrema importanza l'ordine con il quale si procede alla valutazione della crescita: lo sconcertante ma istruttivo dibattito tra Hannah e Kay ²⁰ da una parte - che pongono come "prius" logico, e conseguentemente di calcolo, la crescita esterna per fusione -, e Hart e Prais ²¹ - che diversamente pongono come prioritaria la crescita interna, via effetto di "Gibrat", mostra come i risultati a cui si perviene, nel valutare gli effetti sulla concentrazione nel lungo periodo, siano diversi a seconda che si adotti l'una crescita o l'altra come variabile strategica e si consideri la restante come residuale.

Tale risultato non e' tanto causato dallo pseudo-problema di come misurare la concentrazione, quanto dalla mancanza di soluzioni al problema teorico riguardo i sentieri percorribili alternativamente (o congiuntamente) dall'impresa nel ricercare la crescita ²².

Adottando infatti la teoria manageriale del "mercato delle imprese" - senza cioe' una opportuna distinzione dei due tipi di crescita, il rischio di take over - che fissa la soglia minima di profitto, in quanto guardiano delle imprese in cui gli interessi della direzione e degli azionisti non coincidono - si riduce al valore minimo della distribuzione degli utili agli azionisti. D'altra parte in relazione al problema dell'esistenza di imprese di dimensioni diverse, la teoria economica fornisce strumenti utili solo quando ci si riferisca, come si vedra' in seguito, ad

¹⁹ Clarke-Davies (1983).

²⁰ Hannah (1976) e Hannah-Kay (1977, 1981).

²¹ Hart (1979), Prais (1976), Hart-Prais (1981).

²² Aaronovitch-Sawyer (1975).

uno specifico mercato (rispetto al quale ad esempio sia individuabile un concetto quale quello di "scala efficiente minima").

Dal nostro particolare angolo di studio la concentrazione aggregata presenta una discreta utilità qualora si voglia valutare l'effetto delle fusioni ricercando alcune affinità meta-settoriali tra impresa acquirer ed impresa acquisita, quali, ad esempio, l'intensità pubblicitaria e l'intensità di ricerca e sviluppo ²³.

Un altro filone di ricerca è quello che mette direttamente a confronto gli effetti macroeconomici delle politiche delle grandi imprese: in particolare quelli sugli investimenti esteri, sulla politica dei cambi, sulla occupazione ²⁴. Appartiene a quest'ultimo anche quella corrente di pensiero la quale considera come un dato l'esistenza di queste grandi imprese e, nel sottolinearne la notevole influenza sul piano economico, politico e sociale, suggerisce la necessità di "controbilanciarne" ²⁵ gli effetti negativi indesiderabili derivanti da tale potere di mercato aggregato attraverso il potere pubblico.

4 Concentrazione di mercato.

Il primo caso considerato, quello canonico, è costituito dalle fusioni "orizzontali". Se l'industria che si sta esaminando fornisce un prodotto tollerabilmente omogeneo, il fenomeno comporta un aumento del potere di mercato relativo all'impresa risultante dalla fusione, fornisce la misura di ciò l'incremento della rigidità della domanda particolare.

Inoltre, se l'industria in oggetto è costituita da una serie di segmenti (cioè da prodotti differenziati) occorre verificare le variazioni di elasticità tra i singoli segmenti unitamente agli effetti che si producono sull'insieme dell'industria.

L'aumentato potere di mercato (o meglio di "bargaining") si unisce, nel breve periodo, ad una capacità produttiva dell'industria invariata, e perciò non è possibile ancora avere indicazioni circa la politica dei prezzi poiché essa dipende: a) più in generale, dalla sostituibilità dei

²³ Stewart-Harris-Carleton (1984).

²⁴ White: in Keenan-White (eds) (1982).

²⁵ Galbraith (1967).

prodotti dell'industria in esame con quelli di altre industrie; b) in particolare, dalla politica delle imprese concorrenti (sia nell'industria che nei segmenti). Occorre cioè verificare se l'aumentata oligopolizzazione porta ad un comportamento più competitivo o più collusivo, ma a tal fine occorre esaminare il problema dal lato delle modificazioni, non di breve periodo, nella struttura dei costi.

È chiaro che quanto minori sono tali modificazioni, tanto maggiore è la possibilità di comportamento collusivo (con possibile mutamento della price leadership) e che lo stesso è determinato da barriere all'entrata: a tal fine occorre anche verificare, soprattutto per i settori caratterizzati da "capacità in eccesso di lungo periodo", quali elementi dei costi fissi possono essere fatti rientrare nelle barriere alla "mobilità" o in quelle "all'uscita". A tal fine può essere utilizzato il criterio dei "sunk costs" (costi non recuperabili) attraverso il quale si può stimare una graduatoria tra imprese circa sia la possibilità che la direzione di uscita (anche parziale) dal settore.

Benché per le grandi imprese la "scala efficiente minima di impianto" abbia generalmente scarsa relazione con la quota di mercato detenuta dalle stesse - soprattutto nei settori in cui non prevalgono processi di produzione "continui" o "a catena" - è di un certo interesse il confronto tra impianti di diversa dimensione e di diversa età, poiché esso può far luce sulle (eventuali) diverse politiche rispetto al fornitore, cioè rispetto all'integrazione a monte (laterale o verticale). È chiaro che una fusione orizzontale che comporti anche una variazione (sia nel senso dell'aumento che della diminuzione) dell'integrazione a valle ²⁶, richiede un'analisi congiunta dei due fenomeni.

Le difficoltà incontrate dal lato della "scala efficiente d'impianto" possono così in qualche modo spiegare la fortuna di quelle teorie che, basandosi sul "vantaggio competitivo" ²⁷, individuano nell'organizzazio-

²⁶ È certamente più semplice operare questa separazione nel caso di un'industria di beni di consumo finali per la quale la valutazione dell'efficienza del sistema distributivo può essere fissata una volta data una determinata quantità e tipologia di prodotti. È chiaro che in questo caso bisogna supporre che eventuali modificazioni suggerite dal "mercato finale" non devono modificare (in misura superiore a quella consentita dal grado di flessibilità predefinito) l'integrazione "a monte"; su questo argomento si veda anche il paragrafo successivo.

²⁷ Porter (1985).

ne (e nei suoi costi) l'elemento strategico delle sinergie da grande dimensione.

5. Integrazione verticale.

Le teorie sull'integrazione verticale possono essere agevolmente distinte tra quelle che prendono particolarmente in esame la produzione congiunta, ed i suoi effetti sull'intera struttura economica ²⁸ e quelle che adottano un criterio più propriamente settoriale (o d'impresa) separando ulteriormente, in alcuni casi, integrazione "a monte" (upstream) e "a valle" (downstream) ²⁹.

Le prime hanno influsso ed applicazione nella teoria input-output ma ne è stato fatto uno scarso utilizzo nell'economia industriale ³⁰. Tra le seconde occorre innanzitutto distinguere quelle che, considerando irrilevante la differenza tra "upstream" e "downstream", sostengono essere sempre e comunque positive le "fusioni verticali" perché eliminerebbero le distorsioni intermedie causate dall'applicazione di mark-up successivi ³¹.

Su questo piano si ha un primo contributo critico, di scuola istituzionalistica ³², in base al quale si introduce il principio della valutazione caso per caso. La base del ragionamento è quella nota delle "market failures considerations" il cui metro di misura è costituito dal costo d'uso del mercato (transazione interna).

Il mercato dei beni intermedi presenta, dal punto di vista dell'integrazione verticale, alcune possibilità di fallimento che dipendono da:

²⁸ Pasinetti (1973).

²⁹ Hay (1973), Dixit (1983).

³⁰ Con l'eccezione di Brenner-Shapira in: Goldberg (ed.) (1983): viene utilizzata per la "scelta di fusione" l'ipotesi di "mutua dipendenza" fra settori: in tal caso la fusione non può ridurre l'incertezza, risultando così impossibile utilizzare la distinzione tra settori (imprese) "buoni clienti" e "buoni fornitori" suggerita da Chenery-Watanabe (1958).

³¹ Greenhut-Otha (1976, 1979).

³² Williamson (1971).

-specificità dell'oggetto scambiato;

-frequenza dello scambio;

-incertezza.

Secondo Williamson quanto più ognuno di questi elementi pesa nello snodarsi di successive fasi produttive, tanto più è efficace la fusione verticale nel ridurre i costi; attraverso il metodo del "welfare trade off" è poi possibile valutare l'eventuale divergenza tra l'andamento dei costi e quello dei prezzi ³³. Inoltre, secondo Williamson, mentre per l'integrazione "a valle" sono possibili soluzioni alternative a quelle direttamente produttive della fusione, ad esempio attraverso il "franchising" ³⁴; per quella "a monte", nella griglia dei casi sopra delineati (specificità, frequenza, incertezza), essa va considerata l'alternativa produttiva più efficiente ³⁵.

In tema di "incertezza" vanno sottolineati due ulteriori contributi, quello di Arrow, relativo all'"informazione" ³⁶, e quello di Alchian-Demsetz relativo al "controllo" ³⁷.

Secondo l'argomentazione di Arrow, le fusioni "a monte" hanno la capacità di garantire e generalizzare gli effetti positivi derivanti da un migliore flusso informativo, e ciò anche dal punto di vista della migliore allocazione delle "risorse da invenzione" ³⁸. Da un lato è stato argomentato che tale "integrazione verticale da informazione" non distribuisce equamente l'incertezza lungo tutte le fasi di un processo produttivo in cui il numero delle imprese "a valle" sia superiore di quello "a mon-

³³ Williamson (1968).

³⁴ Williamson (1979).

³⁵ Williamson (1975).

³⁶ Arrow (1975).

³⁷ Nella formulazione di Alchian-Demsetz (1972), l'impresa come "team production function", presenta al proprio interno un naturale rapporto "autoritario gerarchico" che porta immediatamente al problema del "controllo" sia da parte dei proprietari sui managers sia da parte di questi ultimi sui lavoratori: il primo problema è risolto attraverso la teoria delle "relazioni d'agenzia" (vedi: Jensen e Meckling (1976)), sul secondo non è neppure il caso di soffermarsi. È curioso notare come dell'ipotesi Arrow e di quella Alchian-Demsetz si sia fatto largo e congiunto uso per risolvere il problema della dimensione d'impresa: il limite è costituito dallo spingersi sino al punto in cui i vantaggi in termini di "informazione" incontrano gli svantaggi derivanti dalla "perdita di controllo".

³⁸ Arrow (1962).

te" ³⁹; Il rischio viene infatti semplicemente - e pericolosamente - scaricato sulle imprese a valle. Da un altro lato l'informazione non può essere intesa come l'unica merce costituente la tecnologia - e perciò l'invenzione - ad esempio attraverso il sistema dei brevetti ⁴⁰, può ridurre la concorrenzialità lungo la catena del processo produttivo.

Se si ritorna alle strutture di mercato, occorre valutare in che misura l'aumentato potere di monopolio a valle, viene (o meno) limitato dall'elasticità di sostituzione ⁴¹.

6. Diversificazione "versus" conglomerazione

Da un punto di vista terminologico va rilevato che con conglomerazione si definisce un tipo di crescita che si svolge attraverso vie esterne (cioè fusioni ed acquisizioni), mentre con quella di diversificazione non si implica necessariamente ed esclusivamente questa modalità di crescita.

Abbiamo già visto in sede di premessa come la categoria conglomerata abbia un'origine "residuale", cioè rientri nel tentativo di classificare quelle fusioni che non siano né orizzontali, né verticali. Parallelamente il termine diversificazione sorge al fine di dare il dovuto peso - al di là dei limiti angusti fissati dalla "differenziazione del prodotto" - al rilievo empirico che vede la politica d'impresa, particolarmente evidente nel caso della grande, travalicare i confini fissati per le singole industrie ⁴².

Una ulteriore distinzione può essere ritrovata nel fatto che mentre la conglomerata opera in industrie non correlate, per la diversificata è possibile definire i legami (tecnologici o di mercato) tra le differenti industrie in cui opera a partire da uno (o più) settori base da cui si dipanano le attività: si suole così parlare di impresa "concentrica diversificata" ⁴³.

³⁹ Bernhart (1977), Carlton (1979).

⁴⁰ Richardson (1972).

⁴¹ Waterson (1982) che riprende i casi esposti da Vernon-Graham (1971), Schmalensee (1973) e Warren-Boulton (1974).

⁴² Penrose (1959).

⁴³ Channon (1973), Rumlet (1974).

Un problema sorge quando si tenta di definire il significato di "non correlazione" tra le industrie. Una prima definizione - più ristretta - presuppone che tra due settori né l'uno né l'altro sia reciprocamente utilizzatore degli inputs o fornitore degli outputs: si può così definire il fenomeno della conglomerata "pura" che ritrova la propria ragion d'essere nel rendimento del capitale investito nelle distinte aree di attività, in analogia all'investitore individuale detentore di un portafoglio titoli ⁴⁴. Una seconda definizione ⁴⁵, più ampia, definisce come conglomerata una fusione tra imprese per le quali esista "reciprocità" cioè un legame in ambedue le direzioni tale da rendere le imprese potenzialmente acquisite l'una dei prodotti dell'altra". In quest'ultimo caso la fusione può operare solo in direzione di un sostegno incrociato della domanda.

7. Cause (motivi) ed effetti

Si è sinora trattato il tema di quali strumenti di analisi le teorie dell'impresa (neoclassica, manageriale, transazionale) utilizzino per spiegare i processi di fusione che, a fasi cicliche, interessano le grandi imprese dei paesi capitalisti. Si è sottolineato anche come ad esse sia connessa una modificazione delle strutture produttive che si accompagna "nelle industrie più altamente concentrate ad un processo di destabilizzazione degli esistenti oligopoli" ⁴⁶.

Sembra perciò non irrilevante porsi il problema di quali chiavi interpretative disponga la teoria economica per comprendere il fenomeno. I "test di significatività" che la letteratura anglosassone propone tendono a sottolineare ⁴⁷ come le singole teorie non forniscano risultati completamente soddisfacenti. D'altro canto la verifica empirica non può

⁴⁴ Williamson (1975) parla in questo caso di fallimento del mercato dei capitali, fornendo così la spiegazione della formazione di un "mercato dei capitali in miniatura". Hill (1983) ha tuttavia mostrato che le conglomerate hanno registrato, lungo il ciclo e nel medio periodo, rendimenti minori rispetto sia alle imprese specializzate che a quelle concentriche.

⁴⁵ Mueller (1980).

⁴⁶ Ergas in: Jacquemin (ed) (1984).

⁴⁷ Meeks-Meeks (1981), Schwartz (1984).

che confermare le incertezze teoriche che si è cercato di sviluppare nelle pagine precedenti.

Poiché la via d'uscita non può basarsi su una "laundry list"⁴⁸ delle cause e degli effetti, occorre delineare i punti meno "volatili" scaturiti dal dibattito.

Innanzitutto le fusioni tendono a conservare, nel breve periodo, la capacità produttiva. Qualora alle fusioni non faccia seguito, ed è il caso conglomerale, una variazione del grado di integrazione produttiva, i risultati possono essere misurati direttamente sul piano finanziario e tendono a suggerire un comportamento, per questo tipo di impresa, mediamente meno efficiente rispetto a quello di un singolo investitore con un portafoglio titoli "diversificato".

Nel caso in cui la fusione interessi imprese che operano nello stesso mercato (o in segmenti dello stesso) o in mercati vicini, sia cioè orizzontale, o per estensione di prodotto o di "parziale diversificazione", le modificazioni alla struttura produttiva vanno in genere collocate nella prossimità del prodotto finale ed hanno effetti che possono essere colti dal lato della struttura distributiva.

Invece nell'ipotesi in cui la fusione riguardi particolarmente l'integrazione "a monte" (sia essa verticale o laterale) gli strumenti tradizionali di economia dell'impresa vanno combinati con quelli relativi ai mutamenti della struttura economica: l'attenzione va in tal caso concentrata sulle variazioni che intervengono nei settori-chiave. In particolare diviene necessaria l'individuazione della distanza/vicinanza tra i settori provocata da cambiamenti tecnologici. In generale, quanto maggiore è il cambiamento tanto più profonde sono le variazioni che esso comporta sia nelle singole "filiera" o "sottosistemi" che nella distanza tra le stesse.

8. Il take over come criterio di selezione del mercato

Sono ormai molti anni - e cioè da quando il take over è stato elevato, nel modello manageriale, a selezionatore del mercato per il controllo delle imprese - che il dibattito teorico si incontra su "come" e

⁴⁸ Stewart-Harris-Carleton (1984).

"cosa" tale processo di selezione intervenga a disciplinare.

Come è noto, nell'originale modello di Marris⁴⁹ esso non costituisce altro che un vincolo rispetto al vero obiettivo che è dato dalla crescita, vincolo che in ogni caso non garantisce l'efficienza concorrenziale.

Nel riprendere l'argomento da altra angolazione, Manne⁵⁰ sottolinea invece che - poiché esiste una "correlazione molto elevata tra efficienza manageriale dell'impresa e prezzo di mercato delle azioni dell'impresa stessa" - è attraverso questo meccanismo che si perviene all'ottimalità sia sul mercato dei managers che su quello azionario. E' tuttavia con l'esplicitarsi delle due figure del manager e dell'azionista/proprietario, che inizia a definirsi nella teoria economica il rapporto tra agente (manager) e principale (azionista): tale distinzione prende corpo con la formulazione data da Jensen e Meckling⁵¹ il cui lavoro è tutto teso verso il tentativo di conciliazione del concetto di efficienza con quello di non massimizzazione del valore dell'impresa. Tuttavia, come è stato notato da Grossman e Hart⁵², se il piccolo azionista si comporta da "free rider" e non vende le proprie azioni, poiché sa che il prezzo delle stesse cresce - come viene ipotizzato nel caso di offerta di take over - lo stesso equilibrio sul mercato azionario può essere pregiudicato, divenendo così possibile, nell'analisi di questi autori, che la soluzione debba essere ricercata più che nella completezza del mercato di borsa, dal lato del razionamento del credito.

Va osservato quindi come le interpretazioni di Marris-Mueller e quelle di Jensen-Meckling divergano, ed anche in misura notevole, sulle cause così come sulle conseguenze del processo di take over (differen-

⁴⁹ Marris (1964), il quale, ripensando il proprio modello molti anni dopo insieme a Mueller, dice: "Il mercato del take over è altamente imperfetto. La minaccia di take over crea alcuni incentivi per quella che oggi si definisce efficienza di tipo X, ma non minaccia necessariamente tutte le politiche, come la crescita, che tendono ad essere favorite dai managers, poiché alcune di esse sono incluse anche nelle funzioni di utilità di molti potenziali scalatori. Pertanto il perseguimento della crescita può essere autorafforzativo; quanti più managers perseguono questo obiettivo, tanto più altri managers sentono di doversi anch'essi conformare allo stesso obiettivo". Marris e Mueller (1980).

⁵⁰ Manne (1965).

⁵¹ Jensen-Meckling (1976).

⁵² Grossman-Hart (1980).

ze che in questa sede vengono tralasciate), va rilevato, inoltre, che esse invece coincidono su di un punto tutt'altro che secondario: e cioè sul fatto che la capitalizzazione di borsa tende sistematicamente, nel caso di take over, ad essere inferiore al valore reale (o potenziale) dell'impresa.

Di conseguenza sino a tempi abbastanza recenti il dibattito sembrava aver dato per acquisito questo punto sino a quando, in un contesto prevalentemente teorico Stiglitz ⁵³ ed in uno più empirico Geroski ⁵⁴ hanno proposto di abbandonare l'idea della sottocapitalizzazione dell'impresa oggetto di take over. Stiglitz ha infatti avanzato l'ipotesi, diametralmente opposta a quella comunemente accolta, di sovravalutazione da parte degli scalatori ⁵⁵. Geroski ha sostenuto che, poiché "la coordinazione delle aspettative e delle attività di investitori e managers è così elevata che le azioni degli uni non conferiscono nuove utili informazioni per la predizione del comportamento degli altri", i "prezzi delle azioni non causano le fusioni" così come le "fusioni non causano i prezzi delle azioni".

È chiaramente per queste ragioni che il dibattito si è avviato verso la precisazione del tipo di simmetria/asimmetria informativa ed istituzionale che sta alla base del contratto di agenzia ⁵⁶. Risulta così

⁵³ Stiglitz (1985).

⁵⁴ Geroski (1984).

⁵⁵ Secondo Stiglitz si ha una naturale "asimmetria" nell'informazione tra i managers dell'impresa scalata e quelli dell'impresa scalante. Anche i maggiori investitori (quelli istituzionali) in quanto azionisti possono essere privi delle informazioni superiori. Ciò gli consente di sostenere che se coloro che controllano un'impresa accettano un'offerta e la scalata si realizza, questo indica semplicemente che l'impresa è stata pagata troppo. Si configura in questo caso un problema di "adverse selection", poiché i potenziali acquirenti sono incapaci di distinguere le imprese che sono gestite in modo inefficiente, ma sono potenzialmente meglio gestibili, dalle imprese a basso rendimento gestite efficientemente per quanto ciò è possibile in quelle circostanze. È chiaro che in questo processo di sovravalutazione si possono facilmente inserire i comportamenti dei "free riders" quali quelli ipotizzati da Grossman-Hart.

⁵⁶ Si veda in particolare Arrow (1985) e Hart-Holmstrom (1987), che distinguono due casi, nel primo dei quali esiste simmetria nell'informazione in relazione al controllo, talché lo stesso si configura come contratto di "moral hazard". Questo va ulteriormente distinto in due

evidente che se si configura, seguendo Stiglitz, il contratto di "adverse selection", cade non solo qualsiasi ipotesi di considerare il processo di take over come efficiente nell'operare una selezione sul mercato delle imprese, ma cade anche la sua capacità di costituire un vincolo alle imprese che va invece posto dal lato del razionamento del credito.

Se all'opposto si inquadra il take over all'interno del contratto di "moral hazard", l'esistenza e la dimensione del problema dipende dal numero dei "free riders", cioè dal numero degli azionisti rispetto all'agente: poiché infatti il costo di acquisizione dell'informazione è indipendente dalla quantità di azioni possedute, più elevato è il numero di azionisti, maggiori sono le libertà d'azione dei managers ⁵⁷.

Su questo versante vanno infine distinte le posizioni di coloro i quali reputano, come Demsetz e Jensen ⁵⁸ che la libertà di contratto implichi, comunque, il raggiungimento dell'efficienza, rispetto a quelle di coloro che non sono di questo avviso nel caso si configuri un'"azione nascosta" ⁵⁹.

sottocasi:

- 1) di "informazione nascosta" in presenza di azione osservabile;
- 2) di "azione nascosta", dove l'azione stessa non è osservabile.

Nel secondo caso, quello di "adverse election" l'agente ha informazioni precontrattuali fatto che, per definizione, comporta un'asimmetria tra i contraenti e che lascia quindi spazio all'opportunismo (ex ante) dei managers.

⁵⁷ Tuttavia nel caso in cui il costo di raccolta dell'informazione sia trascurabile (o addirittura nullo), la modalità di non partecipazione del "free rider" si ottiene soltanto effettuando la transazione fuori mercato: si realizza così il fenomeno (invero piuttosto paradossale) di un mercato dell'impresa (quotata) al di fuori dello stesso mercato di borsa.

⁵⁸ Demsetz (1986), Jensen (1987). Hirshey (1986) si spinge ancora più in là sostenendo che "fusioni amichevoli, scalate ostili, scalate respinte (incluse tutte le modalità di difesa dal take over) possono essere considerate come meccanismi di mercato che aiutano a rendere completo il mercato per la capacità manageriale", poiché questi meccanismi servono a minimizzare i costi d'agenzia.

⁵⁹ Arrow (1985).

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Aaronovitch S.-Sawyer M.C. (1975), Mergers, Growth and Concentration, *Oxford Economic Papers*.
- Alchian A.-Demsetz H. (1972), Production, Information Costs and Economic Organisation, *American Economic Review*.
- Alzona G. (1969), Fusioni di macroimprese, *Impresa*.
- (1986), Diversificazione e controllo della grande industria italiana, *L'Industria*.
- Arrow K.J. (1962), *The Rate and Direction of Inventive Activity*, Princeton.
- (1975), Vertical Integration and Communication, *Bell Journal of Economics*.
- (1985), The Economics of Agency, In: Pratt J.-Zachkauser R., *Principals and Agents: the Structure of Business*, Boston.
- Bain J.S. (1959), *Industrial Organisation*, New York.
- Baumol W.J. (1959), *Business Behavior, Value and Growth*, New York.
- (1962), On the Theory of the Expansion of the Firm, *American Economic Review*.
- Bernhart I. (1977), Vertical Integration and Demand Variability, *Journal of Law and Economics*.
- Bullock C.J. (1901), Trust Literature: A Survey and A Criticism, *Quarterly Journal of Economics*.
- Cable J.R. (1979), *Merger Development and Policy in West Germany since 1958*, Warwick.
- Carlton D.W. (1979), Vertical Integration in a Competitive Market under Uncertainty, *Journal of Industrial Economics*.
- Caves R.E.-Fortunato M.-Ghemawat P. (1984), The Decline of Dominant Firms, 1905-1929, *Quarterly Journal of Economics*.
- Chandler A.D.-Daems M. (1980), *Managerial Hierarchies*, Harvard.
- Channon D.F. (1973), *The Strategy and Structure of British Enterprise*, London.
- Charreaux G.-Pitol-Bellin J.P. (1985), La théorie contractuelle des organisations, *Economie et société*.

- Chenery H.B.-Watanabe T. (1958), International Comparison of the Structure of Production, *Econometrica*.
- Clarke R.-Davies S.W. (1983), Aggregate Concentration Market Concentration and Diversification, *Economic Journal*.
- Coffee J.-Lowenstein L.-Akerman R. (eds.) (1987), *Take overs and Contests of Corporate Control*, Oxford.
- Cooke T.E. (1986), *Mergers and Acquisitions*, Oxford.
- Demsetz H. (1986), Corporate Control, Insider Trading and Rates of Return, *American Economic Review*.
- Dewing A.J. (1921), A Statistical Test of Success of Consolidations, *Quarterly Journal of Economics*.
- Dixit A.K. (1983), Vertical Integration in a Monopolistically Competitive Industry, *International Journal of Industrial Organisation*.
- Els C. (1969), The 1919-1930 Merger Movement in American Industry, *Journal of Law and Economics*.
- Encaoua D.-Jacquemin A. (1982), Organizational Efficiency and Monopoly Power. The Case of French Industrial Groups, *European Economic Review*.
- Evans G.H. (1948), *Business Incorporation in the United States*, New York.
- Galbraith K. (1967), *The New Industrial State*, Boston.
- George K.D.-Silbertson A. (1975), The Causes and Effects of Mergers, *Scottish Journal of Political Economy*.
- Geroski P.A. (1984), On the Relationship between Aggregate Merger Policy and Stock Market, *European Economic Review*.
- Gilly J.P.-Morin F. (1981), *Les groupes industriels en France*, Paris.
- Goldberg W.H. (ed.) (1983), *Mergers*, Aldershot.
- Gort M. (1969), An Economic Disturbance Theory of Mergers, *Quarterly Journal of Economics*.
- Goto A. (1982), Business Group in a Market Economy, *European Economic Review*.
- Greenhut M.L.-Ohta H. (1976), Related Market Conditions and Inter-industrial Mergers, *American Economic Review*.
- Grossman S.- Hart O. (1980), Take overs Bids, the Free Rider Problem and the Theory of Corporation, *Bell Journal of Economics*.

- Hannah L. (1974), Mergers in British Manufacturing Industry. 1880-1918, *Oxford Economic Papers*.
- (1976), *The Rise of Corporate Economy*, London.
- Hannah L. (1979), Mergers, Cartels and Concentration, Legal Factors in US and European Experience, *Business History*.
- - Kay J.A. (1977), *Concentration in Modern Industry*, London.
- (1981), The Contribution of Mergers to Concentration and Growth, *Journal of Industrial Economics*.
- Hart O.-Holmstrom B. (1987), The Theory of Contracts, In: Bewley T.F. (ed.) *Advances in Economic Theory*, Cambridge.
- Hart P.E. (1979), On Bias and Concentration, *Journal of Industrial Economics*.
- - Prajs S.J. (1981), The Effect of Mergers on Industrial Concentration, *Journal of Industrial Economics*.
- Hay G. (1973), Economic Analysis of Vertical Integration, *International Organisation Review*.
- Hill C.W. (1983), Conglomerate Performance over Economic Cycle, *Journal of Industrial Economics*.
- Hirschey M. (1986), Mergers, Buyouts and Fakeouts, *American Economic Review*.
- Hughes A. (1986), The Impact of Merger: a Survey for U.K., *Cambridge Journal of Economics*.
- Keenan M.-White L.J.(eds.) (1982), *Mergers and Acquisitions*, Lexington.
- Kumar M.S. (1984), *Growth, Acquisition and Investment*, Cambridge.
- Jacquemin A.P. (ed.) (1984), *European Industry, Public Policy and Corporate Strategy*, Oxford.
- Jensen M. (1987), The Take over Controversy, In: Coffee (etc.) (1987).
- - Meckling W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*.
- Jones E. (1921), *The Trust Problem in the United States*, New York.
- Lamoreaux N.R. (1985), *The Great Merger Movement in American Business 1895-1904*, Cambridge.
- Levine P.-Aaronovitch S. (1981), The Financial Characteristics of Firms and Theories of Merger Activity, *Journal of Industrial Economics*.

- Liefmann R. (1937), Cartelli, gruppi, trusts, In: *Organizzazione industriale*, vol. VII, N.C.E., Torino.
- Livermore S. (1935), The Success of Industrial Mergers, *Quarterly Journal of Economics*.
- Lye S.-Silbertson A. (1981), The Merger Activity and Sales of Subsidiaries between Company Groups, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*.
- Macrosty M.W. (1907), *The Trust Movement in British Industry*, London.
- Manne H.G. (1965), Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*.
- Markham J. (1955), *Business Concentration and Public Policy*, New York.
- Marris R. (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, London.
- - Mueller D.C. (1980), The Corporation, Competition and the Invisible Hand, *Journal of Economic Literature*.
- Meeks G. (1977), *Disappointing Marriage*, Cambridge.
- - Meeks J.G.(1981), Profitability Measures as Indicators of Post Merger Efficiency, *Journal of Industrial Economics*.
- Mitchell W.C. (1927), *Business Cycles*, New York.
- Moody J. (1904), *The Truth about the Trusts*, New York.
- Mueller D.C. (1969), A Theory of Conglomerate Mergers, *Quarterly Journal of Economics*.
- (1972), A Life-Cycle Theory of the Firm, *Journal of Industrial Economics*.
- (ed.) (1980), *The Determinants and Effects of Mergers*, Cambridge.
- Nelson R.L. (1959), *Merger Movements in American Industry*, Princeton.
- Nutter W. (1951), *The Extent of Enterprise Monopoly in the United States: 1899-1939*, Chicago.
- Pasinetti L.L. (1973), Vertical Integration in Economic Analysis, *Metroeconomica*.
- Penrose E. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford.
- Pletrowski R. (1929), *Cartels and Trusts*, Philadelphia.
- Porter M.E. (1985), *Competitive Advantage*, New York.
- Prajs S.J. (1976), *The Evolution of Great Firms in Britain*, Cambridge.

- Richardson G.B. (1972), The Organisation of Industry, *Economic Journal*.
- Rowthorn R. (1971), *International Big Business*, Cambridge.
- Rumlet R.P. (1974), *Strategy, Structure and Economic Performance*, Boston.
- Schmalensee R. (1973), A note on the Theory of Vertical Integration, *Journal of Political Economy*.
- Schumpeter J.A. (1939), *Business Cycles*, New York.
- Schwartz C. (1984), An Empirical Test of Managerial, Life-Cycle and Cost of Capital Model of Merger Activity, *Journal of Industrial Economics*.
- Steiner P.O. (1975), *Mergers*, Michigan.
- Stewart J.F.-Harris R.S.-Carleton W.J. (1984), The Role of Market Structure in Merger Behavior, *Journal of Industrial Economics*.
- Stigler G.J. (1950), Monopoly and Oligopoly by Merger, *American Economic Review P.&P.*
- (1951), The Division of Labour Is Limited by the Extent of the Market, *Journal of Political Economy*.
- (1956), The Statistics of Monopoly and Merger, *Journal of Political Economy*.
- Stiglitz J.E. (1985), Credit Markets and the Control of Capital, *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Tilly R. (1982), Mergers, External Growth and Finance in Germany: 1880-1913, *Journal of Economic History*.
- Vernon J.-Graham D. (1971), Profitability of Monopolisation by Vertical Integration, *Journal of Political Economy*.
- Warren-Boulton F.R. (1974), Vertical Control with Variable Proportion and Oligopoly, *Economic Journal*.
- Waterson M. (1982), Vertical Integration, Variable Proportion and Oligopoly, *Economic Journal*.
- Williamson O.E. (1968) Economics as an Anti-Trust Defence: the Welfare Trade Off, *American Economic Review*.
- (1971), The Vertical Integration of Production: Market Failures Considerations, *American Economic Review*.
- (1975), *Market and Hierarchies*, New York.

- Williamson O.E. (1979), Assessing Vertical Market Restriction: the Transaction Approach, *University of Pennsylvania Law Review*.

- Yakamura K. (1986), L'Industrializzazione del Giappone, In: *Evoluzione della grande impresa e management*, Torino.

Elenco dei Quaderni pubblicati

- n. 1 (febbraio 1979) **MASSIMO DI MATTEO**, Alcune considerazioni sui concetti di lavoro produttivo e improduttivo in Marx
- n. 2 (marzo 1979) **MARIA L. RUIZ**, Mercati oligopolistici e scambi internazionali di manufatti. Alcune ipotesi e un'applicazione all'Italia
- n. 3 (maggio 1979) **DOMENICO MARIO NUTI**, Le contraddizioni delle economie socialiste: una interpretazione marxista
- n. 4 (giugno 1979) **ALESSANDRO VERCELLI**, Equilibrio e dinamica del sistema economico-semantic dei linguaggi formalizzati e modello keynesiano
- n. 5 (settembre 1979) **A. RONCAGLIA - M. TONVERONACHI**, Monetaristi e neokeynesiani: due scuole o una?
- n. 6 (dicembre 1979) **NERI SALVADORI**, Mutamento dei metodi di produzione e produzione congiunta
- n. 7 (gennaio 1980) **GIUSEPPE DELLA TORRE**, La struttura del sistema finanziario italiano: considerazioni in margine ad un'indagine sull'evoluzione quantitativa nel dopoguerra (1948-1978)
- n. 8 (gennaio 1980) **AGOSTINO D'ERCOLE**, Ruolo della moneta ed impostazione antiquantitativa in Marx: una nota
- n. 9 (novembre 1980) **GIULIO CIFARELLI**, The natural rate of unemployment with rational expectations hypothesis. Some problems of estimation
- n. 10 (dicembre 1980) **SILVANO VICARELLI**, Note su ammortamenti, rimpiazzi e tasso di crescita
- n. 10 bis (aprile 1981) **LIONELLO F. PUNZO**, Does the standard system exist?
- n. 11 (marzo 1982) **SANDRO GRONCHI**, A meaningful sufficient condition for the uniqueness of the internal rate of return
- n. 12 (giugno 1982) **FABIO PETRI**, Some implications of money creation in a growing economy
- n. 13 (settembre 1982) **RUGGERO PALADINI**, Da Cournot all'oligopolio: aspetti dei processi concorrenziali
- n. 14 (ottobre 1982) **SANDRO GRONCHI**, A Generalized internal rate of return depending on the cost of capital
- n. 15 (novembre 1982) **FABIO PETRI**, The Patinkin controversy revisited
- n. 16 (dicembre 1982) **MARINELLA TERRASI BALESTRIERI**, La dinamica della localizzazione industriale: aspetti teorici e analisi empirica
- n. 17 (gennaio 1983) **FABIO PETRI**, The connection between Say's law and the theory of the rate of interest in Ricardo
- n. 18 (gennaio 1983) **GIULIO CIFARELLI**, Inflation and output in Italy: a rational expectations interpretation
- n. 19 (gennaio 1983) **MASSIMO DI MATTEO**, Monetary conditions in a classical growth cycle
- n. 20 (marzo 1983) **M. DI MATTEO - M.L. RUIZ**, Effetti dell'interdipendenza tra paesi produttori di petrolio e paesi industrializzati: un'analisi macrodinamica

- n. 21 (marzo 1983), **ANTONIO CRISTOFARO**, La base imponibile dell'IRPEF: un'analisi empirica
- n. 22 (gennaio 1984) **FLAVIO CASPRINI**, L'efficienza del mercato dei cambi. Analisi teorica e verifica empirica
- n. 23 (febbraio 1984) **PIETRO PUCCINELLI**, Imprese e mercato nelle economie socialiste: due approcci alternativi
- n. 24 (febbraio 1984) **BRUNO MICONI**, Potere prezzi e distribuzione in economie mercantili caratterizzate da diverse relazioni sociali
- n. 25 (aprile 1984) **SANDRO GRONCHI**, On investment criteria based on the internal rate of return
- n. 26 (maggio 1984) **SANDRO GRONCHI**, On Karmel's criterion for optimal truncation
- n. 27 (giugno 1984) **SANDRO GRONCHI**, On truncation "theorems"
- n. 28 (ottobre 1984) **LIONELLO F. PUNZO**, La matematica di Sraffa
- n. 29 (dicembre 1984) **ANTONELLA STIRATI**, Women's work in economic development process
- n. 30 (gennaio 1985) **GIULIO CIFARELLI**, The natural rate of unemployment and rational expectation hypotheses: some empirical tests.
- n. 31 (gennaio 1985) **SIMONETTA BOTARELLI**, Alcuni aspetti della concentrazione dei redditi nel Comune di Siena
- n. 32 (febbraio 1985) **FOSCO GIOVANNONI**, Alcune considerazioni metodologiche sulla riforma di un sistema tributario
- n. 33 (febbraio 1985) **SIMONETTA BOTARELLI**, Ineguaglianza dei redditi personali a livello comunale
- n. 34 (marzo 1985) **IAN STEEDMAN**, Produced inputs and tax incidence theory
- n. 35 (aprile 1985) **RICHARD GOODWIN**, Prelude to a reconstruction of economic theory. A critique of Sraffa
- n. 36 (aprile 1985) **MICHIO MORISHIMA**, Classical, neoclassical and Keynesian in the Leontief world
- n. 37 (aprile 1985) **SECONDO TARDITI**, Analisi delle politiche settoriali: prezzi e redditi nel settore agroalimentare
- n. 38 (maggio 1985) **PIETRO BOD**, Sui punti fissi di applicazioni isotoniche.
- n. 39 (giugno 1985) **STEFANO VANNUCCI**, Schemi di gioco simmetrici e stabili e teoremi di possibilità per scelte collettive.
- n. 40 (luglio 1985) **RICHARD GOODWIN**, The use of gradient dynamics in linear general disequilibrium theory.
- n. 41 (agosto 1985) **M. MORISHIMA** and **T. SAWA**, Expectations and the life span of the regime.
- n. 42 (settembre 1985) **ALESSANDRO VERCELLI**, Keynes, Schumpeter, Marx and the structural instability of capitalism.
- n. 43 (ottobre 1985) **ALESSANDRO VERCELLI**, Money and production in Schumpeter and Keynes: two dichotomies
- n. 44 (novembre 1985) **MARCO LONZI**, Aspetti matematici nella ricerca di condizioni di unicità per il Tasso Interno di Rendimento.

- n. 45 (dicembre 1985) **NIKOLAUS K.A. LAUFER**, Theoretical foundations of a new money supply hypothesis for the FRG.
- n. 46 (gennaio 1986) **ENRICO ZAGHINI**, Una dimostrazione alternativa dell'esistenza di equilibri in un modello di accumulazione pura
- n. 47 (febbraio 1986) **ALESSANDRO VERCELLI**, Structural stability and the epistemology of change: a critical appraisal
- n. 48 (marzo 1986) **JOHN HICKS**, Rational behaviour: observation or assumption?
- n. 49 (aprile 1986) **DOMENICO MARIO NUTI**, Merger conditions and the measurement of disequilibrium in labour-managed economies
- n. 50 (maggio 1986) **SUSAN SENIOR NELLO**, Un'applicazione della Public Choice Theory alla questione della riforma della Politica Agricola Comune della CEE.
- n. 51 (maggio 1986) **SERENA SORDI**, Some notes on the second version of Kalecki's Business Cycle Theory
- n. 52 (giugno 1986) **PIERANGELO GAREGNANI**, The classical theory of wage and the role of demand schedules in the determination of relative prices
- n. 53 (luglio 1986) **FRANCO BIRARDI**, Crescita, sviluppo ed evoluzione: l'affermazione dei nessi strutturali sistematici e la combinazione di scienza, tecnologia ed economia nelle prime industrializzazioni
- n. 54 (agosto 1986) **M. AMENDOLA - J.L. GAFFARD**, Innovation as creation of technology: a sequential model
- n. 55 (settembre 1986) **GIULIO CIFARELLI**, Exchange rates, market efficiency and "news". Model specification and econometric identification
- n. 56 (settembre 1986) **ALESSANDRO VERCELLI**, Technological flexibility, financial fragility and the recent revival of Schumpeterian entrepreneurship
- n. 57 (ottobre 1986) **FABIO PETRI**, The meaning of the Cambridge controversies on capital theory: an attempt at communication
- n. 58 (ottobre 1986) **DANIELE CHECCHI**, The international coordination of counter-cyclical policies
- n. 59 (novembre 1986) **ALESSANDRO VERCELLI**, Probabilistic causality and economic models: Suppes, Keynes, Granger
- n. 60 (dicembre 1986) **LIONELLO F. PUNZO**, J. Von Neumann and K. Menger's mathematical colloquium
- n. 61 (dicembre 1986) **MICHAEL BACHARACH**, Three scenarios for fulfilled expectations
- n. 62 (gennaio 1987) **J. ESTEBAN** and **T. MILLAN**, Competitive equilibria and the core of overlapping generations economies
- n. 63 (gennaio 1987) **ROBERT W. CLOWER**, New directions for keynesian economics
- n. 64 (febbraio 1987) **MARCO P. TUCCI**, A simple introduction to flexible functional forms and consumer behaviour theory
- n. 65 (marzo 1987) **NICOLA DIMITRI**, Generalizations of some continuous time epidemic models
- n. 66 (aprile 1987) **MASSIMO DI MATTEO**, Goodwin and the Evolution of a Capitalistic Economy: An Afterthought

- n. 67 (maggio 1987) **MASSIMO DI MATTEO**, Early Discussions on Long Waves
- n. 68 (giugno 1987) **MASSIMO DI MATTEO**, Warranted, Natural, and Actual Rates of Growth: Reflections of a Perplex
- n. 69 (settembre 1987) **LUISA MONTUSCHI**, Inward-Looking development and import substitution in the Argentine Economy 1950-1980
- n. 70 (dicembre 1987) **GIANCARLO GANDOLFO** and **PIETRO CARLO PADOAN**, The Mark V version of the Italian continuous time model
- n. 71 (dicembre 1987) **SILVANO VICARELLI**, Impatience to consume, the utility of wealth and the rate of interest
- n. 72 (gennaio 1988) **OMAR CHISARI**, Worker's assets, foreign debt and the dynamics of an economy
- n. 73 (febbraio 1988) **STEFANO VANNUCCI**, On exactly strong-Nash-implementable power allocations
- n. 74 (marzo 1988) **PIER LUIGI LANDI**, Aspetti economici della società anonima della strada ferrata Empoli-Siena o Centrale Toscana fino al 1859
- n. 75 (aprile 1988) **FRANCO BIRARDI**, Generating the space of physical characteristics by means of elements which are discrete and limited over time (A note on innovation in chemical technologies)
- n. 76 (maggio 1988) **LILIA COSTABILE**, Politica monetaria, debito pubblico e tasso di interesse
- n. 77 (giugno 1988) **GIUSEPPE DELLA TORRE**, L'evoluzione dei sistemi finanziari nell'approccio contabile di Raymond Goldsmith.
Alcune considerazioni analitiche
- n. 78 (luglio 1988) **FRANCESCO FARINA**, Fattori tecnologici e transazionali nella divisione interindustriale del lavoro
- n. 79 (ottobre 1988) **FRANCESCO FARINA**, Gli obiettivi della Banca d'Italia e i tassi d'interesse sul debito pubblico
- n. 80 (novembre 1988) **GIULIO CIFARELLI**, La razionalità del tasso di cambio a termine e le "notizie": una analisi empirica
- n. 81 (dicembre 1988) **MAURO CAMINATI**, Cyclical growth in a long-period perspective

Alla presente Collana "gialla" di quaderni il Dipartimento di Economia Politica affianca una Collana "celeste" di monografie. I numeri pubblicati a tutt'oggi sono i seguenti:

- 1) **GIUSEPPE DELLA TORRE**, Istituzioni creditizie ed Accumulazione del Capitale in Italia (1948-81), 1984.
- 2) **SANDRO GRONCHI**, Tasso Interno di Rendimento e Valutazione dei Progetti: una Analisi Teorica, 1984.
- 3) **ALDINO MONTI**, La Proprietà Immobiliare a Bologna in Età Napoleonica (1797-1810), 1984.
- 4) **GIULIO CIFARELLI**, Equilibrium and Disequilibrium Interpretations of Inflation, 1985.