

Recensione del volume:

***Saving Capitalism from the Capitalists.
Unleashing the Power of Financial Markets
to Create Wealth and Spread Opportunity***

di **RAJAN R.G. - ZINGALES L.**

Giovanni Ferri*

Università degli Studi di Bari

Ho letto con piacere quest'opera profonda scritta da Raghuram G. Rajan e Luigi Zingales (R&Z), in cui si distillano molti anni di ricerca di frontiera nel campo della finanza, con un tocco di economia politica. Dopo che i loro studi avevano già lasciato una traccia ben visibile nelle principali riviste economiche, questo loro sforzo testimonia l'esigenza degli autori di rivolgersi a una platea più vasta. Nondimeno, la motivazione di R&Z non è solo quella di raggiungere il pubblico informato. Il lavoro costituisce un vero e proprio «manifesto» dello sviluppo dei mercati finanziari come motore per sostenere il libero mercato in senso più ampio.

In un certo senso, l'opera testimonia la maturazione dei due economisti formati al MIT (di Cambridge, Massachusetts) e trapiantati alla University of Chicago. Quasi a indicare che era venuto il momento di rivolgersi a sfide ancor più impegnative, il *cursus honorum* di eccellenti pubblicazioni di R&Z li vede spostarsi, sul finire degli anni Novanta, da questioni strettamente di finanza — spesso piuttosto tecniche, anche se mai banali — verso tematiche di por-

Random House Crown Business, New York, 2003.

* <g.ferri@dse.unibna.it>; Dipartimento di Scienze Economiche.

tata e respiro più generali (es. Rajan e Zingales, 1998a; 1998b; 2000 e 2003). Il passaggio da studiosi di finanza a teorici liberisti passa attraverso l'identità, postulata dagli autori, tra sviluppo dei mercati finanziari e libero mercato, in quanto, a loro giudizio, i mercati finanziari sarebbero i primi a essere ostacolati quando il liberismo economico viene messo sotto scacco.

La tesi proposta — e da ciò deriva l'accattivante titolo del volume — è che le economie capitaliste producano naturalmente al proprio interno delle tossine che, se non depurate da opportune politiche, possono snaturare il funzionamento stesso del sistema economico, tarpendolo nel suo meccanismo vitale: quello del libero mercato. I soggetti economici che controllano l'apparato produttivo sono sempre alla ricerca del profitto ma, se se ne offre loro l'opportunità, anziché nella remunerazione dell'innovazione possono trovarlo nella rendita. L'estrazione della rendita diviene possibile solo se si ostacola il funzionamento del libero mercato. Perciò, dato il postulato di R&Z richiamato sopra, il mancato sviluppo dei mercati finanziari (o il regresso nel loro grado di sviluppo) identifica per gli autori fasi in cui il libero mercato sta soccombendo, con un sistema economico che cresce ben al di sotto del suo potenziale di libero mercato. Questa preoccupazione che i capitalisti divengano *rentiers* ha un vago sapore keynesiano ma, come vedremo, i rimedi proposti da R&Z sono per lo più microeconomici e ispirati al fallimento delle istituzioni più che a quello dei mercati.

L'opera ha molti pregi, su cui mi soffermerò anche nel sintetizzarne i contenuti. Presenta però anche alcuni difetti e su questi mi concentrerò successivamente. Infine, alla conclusione di questa recensione svolgerò alcune considerazioni sulla rilevanza del messaggio di R&Z per interpretare la situazione italiana dei tempi recenti.

Il libro si divide in quattro parti: *i*) i benefici di un mercato finanziario libero; *ii*) quando si sviluppano i mercati finanziari? *iii*) il grande regresso; *iv*) come rendere il libero mercato politicamente sostenibile.

La prima parte, a mio avviso la più completa e convincente, è quella più ampia (quasi il 40% dello scritto) e si articola in cin-

que capitoli. Nel primo, R&Z presentano la credenza che la finanza avvantaggi solo i benestanti, in possesso delle garanzie e dei contatti che consentono di ampliare tali benefici. Nel capitolo 2, sfidano tale credenza e argomentano che essa è falsa in presenza di un pieno ed equilibrato sviluppo dei mercati finanziari (in particolare quello azionario), in cui la crescita degli operatori di mercato si coniuga con quella dell'infrastruttura di istituzioni e regole, indispensabile al buon funzionamento dei mercati finanziari stessi. Se tali requisiti vengono rispettati, allora vi saranno benefici per tutti: ricchi e meno ricchi. Questo è successo negli ultimi decenni: lo sostengono R&Z nel terzo capitolo. Gli autori descrivono in qualche dettaglio il recente sviluppo dei mercati finanziari e asseriscono che, accompagnandosi a un aumento della concorrenza e al progresso tecnico, questa evoluzione della finanza è stata fondamentale per migliorare l'allocazione delle risorse, favorendo la crescita economica. A loro giudizio, grazie a questa rivoluzione finanziaria è oggi assai più facile che in passato emergere ed arricchirsi per quanti — anche se di origini umili — sono dotati di talento e voglia di impegnarsi. R&Z riconoscono (capitolo 4) che i mercati finanziari possono produrre dei periodi di disallineamento dei prezzi dai valori fondamentali — specie in borsa e nelle economie emergenti — ma chiudono ben presto questa parentesi per concludere la prima parte del libro con un magistrale condensato di evidenza sul nesso positivo finanza-crescita (capitolo 5), tratto con sagacia dalla migliore letteratura recente.

Se il volume si concludesse qui sarebbe già un contributo interessante. Ma vi sono altre tre parti. La seconda e la terza parte, fortemente interconnesse, fondano l'argomentazione su un'originale *excursus* di storia economica e politica. È comprensibile che qui, uscendo dal campo della propria expertise più approfondita, R&Z si avventurino su interpretazioni meno inappuntabili. La seconda parte (poco meno di un quarto del libro) consta di tre capitoli. Nel capitolo 6, partendo dall'osservazione che lo sviluppo dei mercati finanziari postula in massimo grado il rispetto dei diritti di proprietà, gli autori propongono un'esegesi dell'evoluzione sperimentata in tal senso dall'Inghilterra — solo fuggacemente il discorso si rivolge anche ad altri paesi — grazie al-

lo sviluppo della borghesia e, contestualmente, all'effettiva rappresentanza parlamentare degli interessi di tale classe emergente. Gli ostacoli alla crescita della finanza vengono affrontati nel capitolo 7. Partendo dall'osservazione che lo sviluppo dei mercati finanziari richiede l'intervento delle autorità nel predisporre l'infrastruttura necessaria al buon funzionamento degli stessi, R&Z mettono in evidenza come questo intervento è talora impedito o frenato dalle pressioni di influenti gruppi dell'establishment interessati a evitare l'evoluzione finanziaria. E quali sono, invece, i fattori che facilitano lo sviluppo finanziario? Nel capitolo 8, gli autori individuano tre fattori principali — il dischiudersi di ampi nuovi mercati, l'affiorare di nuove significative tecnologie e l'intensità dell'interscambio (sia commerciale che nei flussi di capitali) con l'estero — che, riducendo l'opposizione dell'establishment e/o amplificando la capacità di pressione dei nuovi ceti produttivi emergenti, accelerano la crescita della finanza.

La terza parte (quasi un quarto dello scritto), che trovo meno convincente delle precedenti, si compone anch'essa di tre capitoli e intende spiegare con il paradigma di R&Z il fatto che il grado di sviluppo dei mercati finanziari è regredito negli anni Trenta ed è rimasto inferiore alla fase pre-1930 fino ai primi anni Ottanta. Il capitolo 9 — concentrandosi su Giappone, Italia e Stati Uniti — certifica il rarefarsi dei mercati finanziari come risposta politica alla Grande Depressione. Di seguito (capitolo 10) gli autori enucleano elementi interpretativi a sostegno della loro tesi: i liberi mercati vengono soppressi perché, nel corso di un'intensa depressione, si crea un'ampia coalizione contro la finanza, tra i gruppi di interesse dell'establishment avversi all'evoluzione finanziaria e larghe fasce delle classi medio-basse danneggiate dalla congiuntura sfavorevole, e tale coalizione risulta vincente. Ne esce un capitalismo con mercati poco liberi — il capitalismo relazionale (o della concertazione?), come lo chiamano R&Z — una lunga parentesi che, a giudizio degli autori, si chiude, appunto, solo verso i primi anni Ottanta, dopo che potenti shock hanno messo in crisi l'ordine economico e finanziario internazionale stabilito all'indomani della Seconda Guerra Mondiale.

Infine, la quarta e ultima parte (poco più del 10% del libro),

che consta di due capitoli più le conclusioni, racchiude un esame della situazione attuale e prospettica, nonché il messaggio di *policy*. Il capitolo 12 descrive in maniera ragionata i potenziali fattori che, creando fasce di perdenti, potrebbero oggi generare nuovi ostacoli alla libertà dei mercati, *in primis* quelli finanziari: il mutamento tecnologico, le paure generate nei paesi ricchi dalla globalizzazione (con esposizione alla concorrenza da parte delle economie emergenti) e dall'invecchiamento demografico, le carenze nella *governance* globale. Da ultimo, nel capitolo 13 (R&Z non sono superstiziosi, oppure prevale la tradizione italiana per la quale è il numero 17 a essere sfortunato mentre il 13 porta bene) gli autori formulano una serie di suggerimenti volti a rendere il libero mercato politicamente sostenibile. La batteria di interventi è suddivisa in quattro aree: *a*) provvedimenti volti a ridurre gli incentivi dell'establishment a opporsi al mercato libero (rafforzare l'antitrust; passare dalla tassazione dei redditi a quella dei patrimoni; migliorare la *corporate governance*; tassare i trasferimenti ereditari del controllo societario); *b*) predisposizione di una rete (*welfare*) a protezione dei perdenti (assicurare la gente, non le imprese; stabilire regole di intervento protettivo *ex ante* e non *ex post*; fornire protezione contro mutamenti permanenti e non ciclici); *c*) provvedimenti che mirano a ridurre la capacità di influenza dell'establishment (aprirsi all'interscambio con l'estero sia commerciale che di capitali; rafforzare l'apertura con l'estero mediante accordi di libero scambio); *d*) mantenere il consenso al libero mercato mediante campagne di sensibilizzazione dell'opinione pubblica.

I pregi dell'opera sono numerosi. Come traspare dalla descrizione precedente, l'approccio di R&Z è originale. Il metodo è articolato. Si va dall'approccio comparato tra paesi e/o tra settori, a quello storico, a quello più analitico, realizzato in modo assai efficace mediante la sintesi della letteratura. A quest'ultimo riguardo, particolarmente riuscito è il capitolo 5, ove R&Z sublimano i contributi per loro più rilevanti sul nesso finanza-sviluppo attraverso una tecnica espositiva che, nel rendere agevole la lettura, non pregiudica il rigore dell'analisi. In questo capitolo, mirabile è l'ideazione di un esempio — quello dei due binari e

degli uccelli che vi stazionano sopra e poi fuggono più o meno in anticipo allorché percepiscono il sopraggiungere del treno — con cui gli autori consentono al lettore non erudito di identificare i nessi di causalità tra sviluppo della finanza e crescita economica.

Quello di R&Z non è liberismo puro ma vi è un ruolo importante per le istituzioni. Si riconosce che le autorità sono essenziali nel predisporre l'infrastruttura indispensabile al buon funzionamento dei mercati finanziari. Si sottolinea come lo sviluppo dei mercati finanziari presuppone il raggiungimento di un'elevata tutela dei diritti di proprietà. E, inoltre, gli autori superano la visione deterministica che ha cercato di spiegare il grado di sviluppo dei mercati finanziari in base alle diversità delle origini dei sistemi giuridici nazionali (es. La Porta e altri, 1997 e 1998). Al proposito, R&Z osservano che le leggi e i sistemi giuridici si possono cambiare, se in un paese se ne avverte l'esigenza. Ed è proprio qui che gli autori innestano il ragionamento sulle regole e la loro applicazione che sono soggette ai rapporti di forza tra istituzioni, borghesia e gruppi di potere dell'establishment. Interessante, in questo senso, è la critica levata (verso la fine del capitolo 6) nei confronti della posizione, identificata con Shleifer (Boycko, Shleifer e Vishny, 1995), di coloro che hanno sostenuto che l'allocazione della proprietà non conti per il funzionamento dei mercati. R&Z ricordano come tale approccio sia stato alla base dei gravi problemi manifestatisi in Russia, laddove l'emergere dell'entourage dei c.d. oligarchi ha posto gravi ostacoli nella transizione al mercato (si veda anche Stiglitz, 2002). Implicitamente, dunque, gli autori avallano una scelta di transizione graduale verso l'economia di mercato — es. il gradualismo della Cina rispetto alla terapia d'urto della Russia — che consenta di rendere il passaggio al libero mercato più saldo nella dotazione di istituzioni e politicamente sostenibile.

Un altro merito degli autori è quello di aver corredato il volume di un apparato di bibliografia e note che mantengono il testo scorrevole ma preciso. È anche interessante notare che Luigi Zingales non si è dimenticato le sue origini italiane. Nella bibliografia del libro ho potuto identificare che 22 (6,9% del totale) dei

319 lavori citati si riferiscono a questioni italiane e/o sono stati scritti da autori che ho potuto classificare come italiani — ciò escludendo i numerosi lavori citati nei quali l'unico (co-) autore italiano era lo stesso Zingales. Dieci dei 22 lavori sono articoli pubblicati in inglese su riviste primarie di economia. Undici sono articoli o libri scritti in italiano. Un simile raro evento è di conforto oggi che sembrano così lontani gli anni in cui studiosi stranieri venivano in Italia per imparare l'economia.

Infine, va apprezzato il fatto che il libro è venuto alla luce all'indomani dei vari mega-fallimenti societari (es. Enron, Worldcom, ecc. negli Stati Uniti; Vivendi in Francia; Cirio e Parmalat in Italia) e, avvedutamente, R&Z usano questi episodi come esempi del rischio che i mercati finanziari non siano sviluppati abbastanza.

Vi sono però anche alcuni passaggi deboli e certe parti del volume paiono criticabili. In primo luogo, il postulato iniziale che vi sia sempre un'identità tra sviluppo dei mercati finanziari, libero mercato e crescita economica non sembra sempre storicamente dimostrato. Si possono fare vari esempi di circostanze in cui fasi di intensa crescita e di sviluppo dei mercati avvengono pur in presenza di un grado di sviluppo finanziario assai contenuto, o comunque in ritardo. È lampante in tal senso il caso dell'Estremo Oriente, in particolare della Cina. Negli ultimi decenni, quest'area del mondo è quella che ha segnato la performance migliore — in termini di PIL *pro capite*, di molte altre misure di benessere quali la riduzione della povertà, di tassi di risparmio e di investimento, di accumulazione di capitale umano e, spesso, di progresso tecnologico — sebbene in tale area, con la sola e parziale eccezione del Giappone, lo sviluppo finanziario sia assai modesto. R&Z non dedicano sufficiente attenzione a ciò. Può essere che gli autori ritengano — es. sposando le critiche di Krugman (1998) e di altri, incentrate sulla modesta dinamica della produttività totale dei fattori — che la crescita di quest'area sia in realtà meno significativa di quanto appare a valore facciale e/o che tale crescita sarebbe stata anche maggiore con mercati finanziari più liberi e sviluppati. In ogni caso, R&Z avrebbero dovuto affrontare l'argomento. È infatti curioso che il volume canti le virtù del-

lo sviluppo finanziario stile USA mentre il motore della crescita mondiale sembra essersi spostato — come paiono indicare anche le crescenti passività USA verso l'Asia orientale — in un'area caratterizzata da assetti finanziari ancora affatto diversi rispetto a quello stile USA.

Il punto precedente conduce a formulare due altre osservazioni, tra loro interrelate. Va considerata la possibilità che per le economie periferiche — e, al pari degli altri paesi emergenti, l'Asia orientale (di nuovo con una posizione particolare del Giappone) se non lo è tuttora lo è stata fino a poco tempo fa' — vi siano notevoli asimmetrie nell'accesso al mercato finanziario internazionale, accesso per garantire il quale e sul quale si innesta lo sviluppo finanziario domestico. In particolare, si è spesso rilevato che le economie periferiche tendono a ricevere capitali in abbondanza nelle fasi di boom e di ottimismo ma quei flussi di capitali divengono negativi nelle fasi meno positive. È vero che R&Z tratteggiano questo problema (capitolo 4) ma lo fanno assai fuggacemente e concludono, in maniera un po' apodittica, che questo è un problema di ordine minore rispetto ai vantaggi dischiusi dallo sviluppo finanziario. A mio avviso, gli autori sottostimano la questione. I cicli di *boom-bust* dei mercati sono forse la principale preoccupazione che limita lo sviluppo finanziario nelle economie periferiche (cfr., ad esempio, Calvo e Mendoza, 2000; Stiglitz, 2000). Tornando al caso asiatico degli anni recenti, è tale preoccupazione che ha condotto queste economie, specie nel caso della Cina, ad accumulare enormi riserve in dollari USA e a tergiversare nel liberalizzare i movimenti di capitali.

La seconda osservazione, interconnessa con quella appena articolata, è che lo sviluppo dei mercati finanziari ha una marcata dimensione internazionale e richiede una *governance* globale. In particolare, si richiederebbe l'esercizio di un ruolo di leadership da parte delle istituzioni globali (in questo caso il FMI) che, minimizzando i potenziali problemi di rischio morale da *bail out* del debitore, dia liquidità ai mercati nei momenti in cui è necessario. L'esperienza delle varie crisi sistemiche, che negli ultimi dieci anni hanno colpito molti paesi, ha però rivelato le carenze del FMI nell'esercizio di tale funzione suscitando ben presto anche varie

proposte di riforma (De Gregorio e altri, 1999). Nel caso della crisi asiatica del 1997-98, ad esempio, l'intervento della FED fu ben più determinante di quello del FMI. Dal momento che gli interventi di sostegno della FED sono più probabili in presenza di vitali interessi USA, è legittimo ritenere che l'insoddisfacente ruolo del FMI limiti lo sviluppo finanziario in molte economie periferiche.

Vi è, infine, una critica da fare alla visione del ruolo ancillare — rispetto ai mercati finanziari — del sistema bancario, implicita nell'impostazione di R&Z. Gli autori, anche se in modo più articolato, hanno in mente una visione evoluzionista della finanza alla Goldsmith (1969), in cui il ruolo delle banche dovrebbe scemare mano a mano che si sviluppano i mercati finanziari. Ma, come argomentano convincentemente — in un importante contributo disatteso da R&Z — Allen e Gale (2000), più che di sostituibilità si dovrebbe parlare di complementarità tra banche e mercati finanziari, laddove le prime possono dare liquidità ai secondi e i mercati finanziari possono agevolare il funzionamento delle banche. E, anche volendosi attenere alla prospettiva della sostituibilità, sempre secondo Allen e Gale, è economicamente efficiente che i mercati finanziari tendano a guadagnare terreno nelle fasi di intensa innovazione tecnologica, mentre nelle fasi di stasi tecnologica si verifichi il contrario. Allora, lo sgonfiarsi dei mercati finanziari e il ritorno in auge delle banche non andrebbe interpretato come — con R&Z — un regresso nello sviluppo finanziario bensì come un adeguamento alle mutate circostanze. Nello sposare la visione evoluzionista della finanza, dunque, R&Z compiono un errore metodologico.

Ma che cosa ci dice l'opera di R&Z per l'Italia degli ultimi anni? L'immagine che ne esce non è particolarmente edificante per il nostro paese. Dopo il verificarsi, nel 2003, dei mega-fallimenti societari nostrani (Cirio e Parmalat) — diversamente dal veloce e incisivo intervento attuato negli USA con il Sarbanes-Oxley Act — la risposta legislativa per ridare fiducia ai mercati finanziari è stata a lungo bloccata in parlamento. All'origine di tale blocco, in linea con le previsioni di R&Z, c'è stata l'azione di taluni influenti gruppi dell'establishment interessati a mantenere lo

status quo. Una delle questioni centrali era il passaggio dalla Banca d'Italia all'Antitrust della responsabilità sulla tutela della concorrenza nel settore bancario laddove, a giudizio di taluni osservatori (es. Onado, 2004), la compresenza degli obiettivi di stabilità e concorrenza bancaria sotto lo stesso ombrello della Banca d'Italia poteva condurre a compromettere il secondo obiettivo a vantaggio del primo, riducendo il tenore concorrenziale nel settore bancario. Il motivo per cui la questione veniva sollevata in seguito agli scandali Cirio e Parmalat era il timore che l'autorità evitasse di sanzionare eventuali comportamenti scorretti delle banche nei confronti dei risparmiatori che, secondo alcuni, si erano verificati con i collocamenti di obbligazioni Cirio e Parmalat, in prossimità dei relativi fallimenti, e il contestuale rimborso di debiti Cirio e Parmalat in essere con banche che piazzavano tali obbligazioni presso il pubblico.

Come se non bastasse, sono accaduti gli scandali del 2005, con tre operazioni di natura quantomeno poco limpida: le controscalate su banca Antonveneta e BNL nonché il collegato tentativo di scalata su RCS. La pressione dei principali quotidiani che hanno preso una posizione decisamente negativa sulle tre operazioni è stata decisiva nello sventarle. Gli eventi sono tuttora in corso al momento in cui si scrive.

Al di là di quelli che saranno gli esiti giudiziari, un risultato è stato conseguito: a fine dicembre 2005 il parlamento ha rapidamente approvato un'importante legge di riforma della finanza. Sebbene risulti, a giudizio di molti, carente nell'inasprire le pene sul falso in bilancio — e ciò in netta contrapposizione al Sarbanes-Oxley Act — tale legge, prevedendo sostanziali modifiche (es. il mandato a termine e dei meccanismi collegiali per i vertici della Banca d'Italia, l'assegnazione all'Antitrust della responsabilità sulla tutela della concorrenza nel settore bancario), potrà contribuire a ridare fiducia ai mercati finanziari italiani.

Gli eventi succedutisi dal 2003 al 2005 testimoniano le difficoltà nel nostro paese a promuovere la concorrenza e l'apertura alla contendibilità della proprietà in alcuni settori. Tale difficoltà non riguarda solo il sistema bancario e la finanza: basti pensare allo stallo dei provvedimenti di apertura delle professioni o a co-

me la privatizzazioni non sempre hanno prodotto i benefici sperati (in termini sia di costo che di qualità) per l'utenza e talora si sono tradotte in occasioni di estrazione della rendita per i nuovi proprietari privati o alla concentrazione nel mercato dell'emittenza televisiva (per di più aggravata negli anni recenti dall'irrisolto conflitto di interessi del premier).

Eppure un'iniezione di concorrenza a tutto campo e un maggiore sviluppo della finanza appaiono indispensabili ancor più oggi che la crescente competizione dei paesi emergenti nelle tradizionali specializzazioni del *made in Italy* sembra richiedere un'intensa e veloce riallocazione di risorse dai segmenti in declino (es. le produzioni tradizionali di bassa qualità particolarmente soggette alla concorrenza di prezzo) a quelli in ascesa (es. la meccanica strumentale). Al riguardo, il volume di R&Z ci ricorda che il progresso dei mercati finanziari è un passaggio cruciale per potenziare la crescita e, aggiungiamo, lo è anche per sfuggire al declino economico. C'è da augurarsi che l'attivismo dei media, scattato in contrapposizione alle poco limpide contro-scalate del 2005, continui a mobilitare l'opinione pubblica italiana anche in futuro. Dopo tutto, per tornare a Chicago, Dyck e Zingales (2002 e 2004) ci ricordano che i media contano molto nell'indurre comportamenti appropriati dei manager delle imprese; inoltre R&Z ribadiscono quanto sia importante mantenere il consenso al libero mercato e allo sviluppo dei mercati finanziari mediante campagne di sensibilizzazione dell'opinione pubblica e, anche qui, la pressione dei media è cruciale.

Se così sarà, il nostro paese avrà tratto dagli errori passati importanti insegnamenti per il futuro. Ma, nell'incertezza, l'Italia è di certo uno dei paesi sviluppati nei quali è più raccomandabile la lettura del libro di Raghuram Rajan e Luigi Zingales.

BIBLIOGRAFIA

- ALLEN F. - GALE D., *Comparing Financial Systems*, Cambridge Mass., The MIT Press, 2000.
- BOYCKO M. - SHLEIFER A. - VISHNY R., *Privatizing Russia*, Cambridge Mass., The MIT Press, 1995.
- CALVO G. - MENDOZA E., «Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets», *Journal of International Economics* n. 51 pp. 79-114, 2000.
- DE GREGORIO J. - EICHENGREEN B. - ITO T. - WYPLOSZ C., *An Independent and Accountable IMF*, Geneva Reports on the World Economy, n. 1, ICMB e CEPR, 1999.
- DYCK I.J.A. - ZINGALES L., «The Corporate Governance Role of the Media», Chap. 7, in ISLAM R. (ed.), *The Right to Tell: The Role of Mass Media in Economic Development*, Washington, The World Bank, 2002.
- — — — —, «Private Benefits of Control: An International Comparison», *Journal of Finance* n. 59, pp. 537-600, 2004.
- GOLDSMITH R.W., *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven, CO, 1969.
- KRUGMAN P., «Saving Asia: It is Time to Get Radical», *Fortune* (7 settembre), nn. 74-80, 1998.
- LA PORTA R. - LÓPEZ-DE-SILANES F. - SHLEIFER A. - VISHNY R., «The Legal Determinants of External Finance», *Journal of Finance*, n. 52, 1997.
- — — — —, «Law and Finance» *Journal of Political Economy*, n. 106, pp. 1113-55, 1998.
- ONADO M., «La riforma necessaria», *Il sole 24 ore*, 7 gennaio, p. 1, 2004.
- PETERSEN M. - RAJAN R.G., «The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data», *Journal of Finance*, n. 49, pp. 3-37, 1994.
- RAJAN R.G. - ZINGALES L., «Power in a Theory of the Firm», *Quarterly Journal of Economics*, n. 112, pp. 387-432, 1998a.
- — — — —, «Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis», *Journal of Applied Corporate Finance*, n. 11, pp. 40-8, 1998b.
- — — — —, «The Tyranny of Inequality: An Inquiry into the Adverse Consequences of Power Struggles», *Journal of Public Economics*, n. 76, pp. 521-58, 2000.
- — — — —, «The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century», *Journal of Financial Economics*, n. 69, 5-50, 2003.
- STIGLITZ J.E., «Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability», *World Development*, n. 28, pp. 1075-86, 2000.
- — —, *Globalization and its Discontents*, Norton W.W. & Co., New York-London; trad. it. *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino, Einaudi, 2002.