



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"LE DETERMINANTI DEL CASH HOLDING"

RELATORE:

CH.MO PROF. MICHELE FABRIZI

LAUREANDO/A: Vlas Tatiana

MATRICOLA N. 1160945

ANNO ACCADEMICO 2020-2021

SOMMARIO

SOMMARIO	2
INTRODUZIONE	3
CONCETTI TEORICI ALLA BASE DEL CASH HOLDING	5
<i>Transaction motive</i>	5
<i>Precautionary motive</i>	8
<i>Speculative motive</i>	9
<i>Tax Motive</i>	10
<i>Agency Motive</i>	12
LE DETERMINANTI DEL CASH HOLDING	15
<i>Dimensione aziendale</i>	16
<i>Leverage</i>	17
<i>Dividendi</i>	18
<i>Debito bancario</i>	18
<i>Cash flow</i>	19
<i>Variabilità dei flussi di cassa</i>	20
<i>Opportunità di crescita</i>	20
L'INFLUENZA DELLE TASSE SUL CASH HOLDING	23
<i>Elusione fiscale e livello del cash holding</i>	24
<i>Elusione fiscale e valore del cash holding</i>	26
<i>Rischio fiscale</i>	27
CONCLUSIONI	29
BIBLIOGRAFIA	31

INTRODUZIONE

Il seguente elaborato si propone di studiare ed approfondire la tematica delle cash holding nelle imprese. Gill e Shah (2012) utilizzano questa espressione, di origine americana, per indicare il totale degli investimenti aziendali in asset prontamente liquidi e asset facilmente liquidabili, quali crediti finanziari e titoli con scadenza non superiore a tre mesi.

Ad oggi cresce la necessità di detenere riserve abbondanti di cash quale strumento di *financial flexibility*, per poter competere con successo e per non perdere eventuali *growth opportunities* in un contesto iper-competitivo.

Negli ultimi anni si è assistito progressivamente ad un aumento dell'incidenza della liquidità nei bilanci delle imprese, attestandosi in un range tra 8%-10,5% in campioni di imprese statunitensi (Kim, Mauer e Sherman, 1998; Opler et al., 1999; Foley et al., 2007; Mello, Krishnaswami e Larkin, 2008), arrivando fino al 12,6% su un campione di imprese in un'analisi cross-country su quarantacinque Paesi (Drobetz, Grüninger e Hirschvogel 2010)¹.

Gli studi di Bigelli e Sánchez-Vidal (2012) asseriscono che in Italia la percentuale del cash holding sul totale degli asset si aggira intorno al 10%.

Ci si domanda quindi quali possano essere le motivazioni che spingono le imprese a trattenere maggiori liquidità invece che investirle in maniera più redditizia. Qual è il valore reale della liquidità? A livello teorico l'effetto del cash holding sulle performance aziendali è ancora incerto. Sicuramente in caso di momenti di crisi e fabbisogni imprevisti, avere delle riserve di liquidità a supporto avrà un effetto positivo sulla performance aziendale derivante da motivi precauzionali. Una valutazione positiva del cash è associata anche alla capacità di ridurre i costi di transazione che derivano dalle operazioni di esterna gestione. Infine, la stessa teoria dell'ordine gerarchico delle scelte ci suggerisce i manager preferiscono utilizzare fonti di finanziamento interno, allo scopo di ridurre problemi di asimmetrie informative derivanti dall'eventuale accesso al mercato esterno dei capitali.

Contemporaneamente le disponibilità di cassa possono portare a peggioramenti della performance aziendali quando entrano in gioco i costi di agenzia, problemi opportunismo e appropriazioni di benefici personali a danno degli stakeholder. Parimenti, anche lo scarso (o nullo) rendimento delle risorse di liquidità generano effetti negativi sulle performance.

Pertanto, nel primo capitolo ci soffermeremo sullo studio delle motivazioni che spingono le imprese a detenere più o meno liquidità.

¹Domenico Rocco Cambrea (2019), "Corporate Cash Holdings. Governance e valore d'impresa".

Nel secondo capitolo verranno riportati le evidenze della letteratura in merito alle determinanti del cash holding e al valore del cash holding.

Infine, nell'ultimo capitolo ci concentreremo su una delle determinanti del cash holding, ovvero sull'influenza delle tasse. In particolare, ci concentriamo sull'impatto dell'elusione fiscale sul cash holding.

CONCETTI TEORICI ALLA BASE DEL CASH HOLDING

La tematica del cash holding è stata tendenzialmente approfondita negli ultimi anni. Uno dei primi studiosi però che porta alla luce l'argomento è John Maynard Keynes (1935 -1936) che individua ed espone i benefici e le problematiche che la liquidità trattenuta all'interno di un'azienda può generare. Keynes riesce a raggruppare gli innumerevoli motivi che giustificano la liquidità trattenuta in azienda in tre categorie che formano un insieme esaustivo: il *transaction motive*, il *precautionary motive*, *speculative motive*. A questi tre, in seguito si aggiungono anche *l'agency motive* ed *il tax motive*.

Detenere una riserva di liquidità permette alle imprese di far fronte a spese operative di ordinaria e straordinaria amministrazione, oltre a conferire flessibilità finanziaria senza dover quindi ricorrere al mercato esterno. Ma la linea che separa l'aver abbastanza denaro per fare tutto quel che è necessario dall'aver abbastanza denaro per fare tutto quel che si vuole è sottile.

Infatti, alle riserve di liquidità possono accedere facilmente coloro che controllano l'azienda, potendo così utilizzarle in modo eccessivamente discrezionale. La separazione tra proprietà e controllo genera dei conflitti di interesse spingendo i manager a mettere in atto comportamenti opportunisti (*moral hazard*) al fine di ottenere benefici privati ai danni delle minoranze, distruggendo così il valore per gli azionisti. Pertanto, anche la corporate governance, a causa delle divergenze tra manager e azionisti, ha un impatto sulla tematica del cash holding.

Nei prossimi paragrafi andremo ad analizzare le varie motivazioni che spingono un'impresa ad accumulare liquidità all'interno delle proprie riserve.

Transaction motive

Quando le riserve di liquidità sono limitate, le imprese cercano di incrementarle accedendo al mercato dei capitali, oppure vendendo i propri assets, o tagliando dividendi/investimenti, o rinegoziando i contratti. Tendenzialmente ricorrere a finanziamenti esterni comporta dei costi maggiori rispetto all'autofinanziamento. Il primo a menzionare la teoria dei costi di transazione è stato Keynes, secondo cui il movente per il cash deriva dal costo di conversione dei *cash substitutes* in denaro.

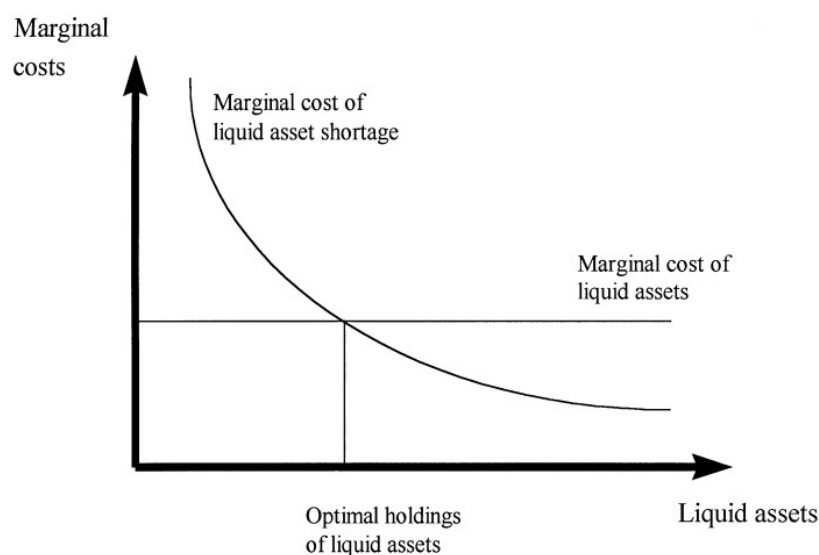


Fig. 1 Rappresentazione del punto ottimale di liquidità.²

Keynes afferma che il livello ottimale di contante si registra nel punto in cui il costo marginale della carenza dell'attività liquida è pari al costo marginale delle attività liquide.

Quindi in base alla teoria del trade off, le imprese valutano i costi marginali ed i benefici marginali al fine di individuare un livello ottimo di cassa che possa massimizzare il valore dell'impresa.

Come già sostenuto in precedenza, se si presuppone che i manager massimizzino la ricchezza degli azionisti, il costo della liquidità è rappresentato dal suo basso rendimento. Il beneficio legato alla liquidità deriva invece dalla possibilità di convertire gli assets in cash, evitando gli elevati costi dell'accesso al mercato dei capitali.

In presenza di un deficit di liquidità, il costo del contante aumenta all'aumentare del deficit generando delle ripercussioni sia sulla performance dell'azienda, sia sulla rischiosità dell'attività.

Dopo Keynes, altri due modelli finanziari classici, come quelli di Baumol (1952) e Miller & Orr (1966) trattano il motivo transazionale. Entrambi derivano la quantità ottimale di denaro contante che un'azienda dovrebbe detenere sulla base dei costi di transazione che si sostengono quando si convertono le attività di un'impresa in liquidità, al fine di sostenere i pagamenti correnti.

² Figura tratta dall'articolo di Opler et al. (1999) "The determinants and implication of corporate cash holding", Journal of Finance Economics, 52.

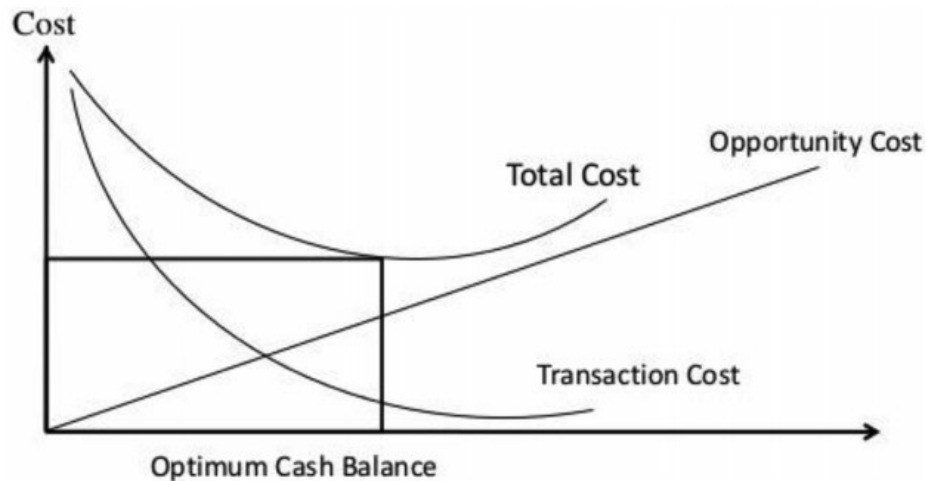


Fig.2 Rappresentazione grafica del modello di gestione dei saldi di cassa in base al modello di Baumol.³

Baumol assimila il modello di gestione dei saldi di cassa alla gestione delle scorte.

Tuttavia, Baumol ipotizza che la liquidità venga utilizzata in modo costante, mentre in realtà le entrate non sono correlate con le uscite, generando una volatilità intrinseca nei saldi.

Per superare questo limite, Miller e Orr considerano nel proprio modello anche la volatilità del flusso di cassa. Essi suggeriscono quindi che la domanda di liquidità è positivamente correlata alla volatilità.

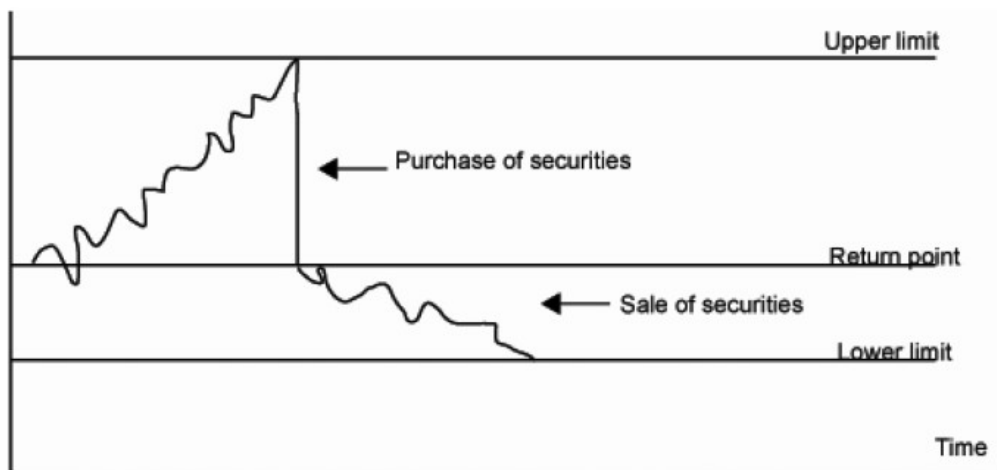


Fig.3 Rappresentazione grafica del modello di Miller e Orr.⁴

³ Figura tratta dalla rivista Amministrazione & Finanza n.6/2017: “L’ottimizzazione della liquidità: una sfida costante.” pag.62

⁴ Figura tratta dalla rivista Amministrazione & Finanza n.6/2017: “L’ottimizzazione della liquidità: una sfida costante.” pag. 62

L'approccio di Miller e Orr (1966) fa sì che i cash flow netti oscillino in modo totalmente randomizzato tra due limiti, uno superiore ed uno inferiore di controllo. Se si raggiunge uno dei limiti, si vendono o si acquistano titoli di Stato al fine di riportare il saldo al livello desiderato. L'ampiezza dell'intervallo di oscillazione del saldo dipende dalla variabilità giornaliera, dai costi fissi connessi con la vendita e l'acquisto dei titoli e dal tasso di interesse dei titoli: l'intervallo è tanto più ampio tanto quanto maggiore è la variabilità dei saldi e dei costi di transazione sui titoli, mentre vale la relazione inversa con i tassi di interessi⁵. Il punto di ritorno di Miller-Orr non minimizza il numero delle transazioni ma permette di minimizzare la somma dei costi di transazione e di quelli connessi con gli interessi perduti. Riassumendo, in base al motivo delle transazioni, le imprese che hanno maggiori probabilità di incorrere in costi di transazione avranno più denaro contante.

Precautionary motive

Il motivo precauzionale nasce dall'instabilità e dall'incertezza dei mercati in cui l'impresa opera e che potrebbe portarla a dover far fronte a situazioni di improvvisa precarietà finanziaria.

Spesso, a causa di oneri finanziari eccessivamente elevati, molte imprese hanno difficoltà nel reperire risorse finanziarie. In queste situazioni è chiaro che per intraprendere progetti di investimento e crescita, l'impresa deve poter usufruire di risorse interne. Sono molti gli studiosi che hanno espresso la propria opinione in merito a questo tema.

Ad esempio, Modigliani e Miller sostengono che la liquidità di cui un'impresa necessita, è quella minima indispensabile a garantire la continuità operativa giornaliera.

Questa tesi si basa sull'ipotesi che i mercati siano perfetti, da cui consegue che l'impresa può reperire al fair value⁶ il capitale che è necessario per coprire il deficit, in modo immediato e senza dover sostenere costi elevati. Ad oggi, i mercati in cui operano le imprese sono caratterizzati da innumerevoli imperfezioni, pertanto le conclusioni sopra elencate non possono essere considerate valide. Infatti, le realtà aziendali devono affrontare difficoltà relative all'asimmetria informativa e agli agency cost, o più in generale, ai financial constraints. Questi ultimi sono determinati da tutti quei fattori che limitano la quantità o la qualità delle opzioni di investimenti. Essi possono essere interni (ad esempio la scarsa conoscenza o lo scarso flusso di cassa) oppure esterni (ad esempio vincoli di credito, dipendenza dal prestito bancari). Se il costo del capitale esterno supera il costo dei fondi esterni, l'azienda viene considerata finanziariamente vincolata.

⁵ Giuseppa Carlino (2017), "L'ottimizzazione della liquidità: una sfida costante", *Amministrazione & Finanza* 6/2017.

⁶ Il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti.

Per evitare quindi carenze di flusso di cassa che porterebbero a rinunciare a progetti redditizi, le imprese tendono a detenere maggiori quantità di liquidità. Almeida, Campello e Weisbach (2004) hanno impostato un modello per analizzare la domanda precauzionale, concludendo che le disponibilità liquide tendono ad aumentare se le società sono finanziariamente vincolate.

Più tardi, Han and Qiu (2007) vanno oltre il modello teorico di Almeida, Campello e Weisbach, concentrandosi sull'incertezza dei flussi di cassa futuri. Imprese che possono effettuare i migliori investimenti⁷ sia attuali che futuri (es: imprese finanziariamente non vincolate) non necessitano di liquidità per motivi precauzionali, poiché dispongono di sufficiente capacità di finanziamento per effettuare gli investimenti “*first-best*” indipendentemente dalla realizzazione del flusso di cassa. Le imprese finanziariamente vincolate, per poter effettuare ulteriori investimenti futuri dovrebbero invece ridurre quelli attuali.

Pertanto, l'impresa può investire di più nel futuro solo detenendo più liquidità e riducendo gli investimenti correnti. Quando i rendimenti marginali degli investimenti sono convessi, l'aumento della volatilità dei flussi di cassa futuri rende il rendimento marginale atteso degli investimenti futuri più elevato per determinate disponibilità liquide.

Quando si verifica un incremento della volatilità dei futuri flussi di cassa, le imprese finanziariamente vincolate tendono perciò ad essere più prudenti, detenendo maggiori liquidità da investire in progetti futuri e diminuendo quelli correnti. Questo genera da un lato una relazione positiva tra le riserve di cassa e la volatilità dei flussi e dall'altro una negativa tra gli investimenti correnti e la volatilità dei flussi di cassa per un'attività finanziariamente vincolata.

A trovare ulteriori evidenze di supporto alla teoria statica del trade off sono Opler, Pinkowitz e Williamson (1999).

In particolare, essi asseriscono che il rapporto tra disponibilità liquide ed il totale delle attività tende ad aumentare per le aziende con maggiori opportunità di crescita e con flussi di cassa più rischiosi. Nonostante i vari studi relativi al motivo precauzionale,

Speculative motive

Il movente speculativo riguarda i proventi che si possono ottenere, grazie alle variazioni dei prezzi e dei tassi d'interesse, dalla negoziazione di obbligazioni e titoli. Il denaro, come gli altri depositi di valore, è un bene. La domanda di un bene dipende sia dal suo tasso di rendimento sia dal suo costo opportunità. In genere, il contante non fornisce un tasso di rendimento, anzi a volte perfino a causa

⁷ Il miglior investimento in ogni periodo è determinato nel punto in cui il rendimento marginale (previsto) degli investimenti è pari al costo marginale dell'indebitamento.

dell'inflazione registra un deprezzamento di valore. La decisione di detenere moneta dipende soprattutto dal tasso di interesse sui titoli che rappresenta il costo opportunità del denaro. Nei casi in cui il tasso di interesse è talmente basso da rendere le imprese indifferenti tra il tasso di interesse e la moneta, si verifica una situazione che viene definita trappola della liquidità. Ai fini speculativi quindi, la moneta viene domandata quando la detenzione di denaro è percepito come meno rischiosa rispetto all'alternativa di prestare il denaro o investirlo in qualche altra attività.

Il movente speculativo viene influenzato anche dalle aspettative in merito ai futuri tassi d'interesse dell'inflazione. In particolare, se ci si aspetta un aumento del tasso di interesse, la quantità di moneta domandata diminuirà poiché tra tassi di interesse e domanda di moneta vi sussiste una relazione negativa. Allo stesso modo, le aspettative di un aumento dell'inflazione preannunciano un maggiore deprezzamento del potere d'acquisto della moneta e quindi riducono anche la richiesta di denaro.

Si tratta pertanto di una tattica utilizzata da investitori/negoziatori in modo da sfruttare al meglio ogni opportunità di investimento che si possa presentare in futuro. Per un'impresa che non può accedere al mercato di capitali, diventa fondamentale disporre di fondi interni propri per poter cogliere qualsiasi opportunità di investimento a VAN positivo. Per questo motivo è importante che vi siano delle riserve di liquidità adeguate, anche se l'impresa non è in grado di prevedere in modo preciso quando si presenterà questa opportunità.

Kim et al. (1998), Opler et al. (1999) e Ozkan e Ozkan (2004) suggeriscono che per le imprese, ai fini speculativi, l'obiettivo principale di detenere contante è riuscire a ridurre i loro investimenti futuri quando devono affrontare la carenza di liquidità, ad esempio, opportunità di acquisizione o acquisizione in futuro.

Tax Motive

Un ulteriore motivo che spinge le imprese a detenere maggiore liquidità è rappresentato dalla tassazione del reddito.

Nell'analizzare il motivo fiscale vanno considerate le differenze tra i sistemi fiscali dei vari paesi, che potrebbero influenzare il livello di liquidità delle imprese. In particolare, De Mooij ed Everdeen (2003) affermano che gli U.S e alcuni paesi europei, quali Gran Bretagna, Spagna, Grecia e Irlanda, adottano un sistema di tassazione del reddito territoriale⁸. Al contrario, negli altri paesi europei adottano un sistema di tassazione del reddito Worldwide⁹.

⁸ Il principio di imputazione territoriale del reddito prevede che un soggetto o un ente si veda assoggettare a tassazione soltanto i redditi che derivano da fonte residente in quel Paese.

⁹ Questa stabilisce che tutti i residenti in un dato paese devono pagare le tasse su tutte le fonti del reddito, sia quelle che ordine nel territorio dello Stato che quelle originate fuori dal territorio.

A causa delle conseguenze fiscali negative associate al rimpatrio dei guadagni esteri delle società controllate, le imprese multinazionali detengono saldi di cassa più elevati. A perseguire questo tipo di politica sono soprattutto le multinazionali che hanno la sede principale negli Stati Uniti, dove è possibile ottenere facilitazioni fiscali se non si rimpatriano i capitali. Difatti il reddito estero è tassato sul territorio nazionale per un importo pari alla differenza tra le imposte sul reddito pagate all'estero e imposte che la società avrebbe pagato se quel reddito fosse stato generato dal paese di origine. Ad esempio, profitti realizzati in Irlanda e tassati al 12% verrebbero assoggettati ad un'ulteriore aliquota del 23% al momento del loro rimpatrio negli Stati Uniti dove l'aliquota ammonta al 35%. Piuttosto che pagare le tasse di rimpatrio, molte società quindi preferiscono lasciare i fondi offshore nei paesi un'un'aliquota fiscale più bassa. Tuttavia, la maggior parte dei paesi europei, non ha questo incentivo fiscale e ci si aspetta quindi che i saldi di cassa siano inferiori.

Foley, Hartzell, Titman e Twite (2007), suggeriscono che vi sia una relazione positiva tra il cash holding ed i costi di rimpatrio, pertanto all'aumentare di questi ultimi, aumentano anche i livelli di liquidità dell'impresa. Essi, inoltre, individuano delle differenze tra le *"incorporated affiliates"* e le *"branch affiliates"*: queste ultime tendono ad avere meno incentivi a trattenere grandi quantità di denaro perché i loro guadagni sono tassati immediatamente.

Fabrizi M, Ipino E, Parbonetti A., dimostrano come per gli azionisti il valore di un dollaro aggiuntivo si riduce del 18% se questi rilevano la presenza di costi di rimpatrio. Questo accade perché la presenza di questi costi, sono una forte indicazione che parte della liquidità non è a disposizione degli shareholder, in quanto è *"intrappolata"* all'estero. Il denaro trattenuto nelle filiali all'estero genera una serie di problemi: prima di tutto la presenza dei costi di rimpatrio incentiva le imprese a ricorrere a costosi finanziamenti esteri per finanziare progetti nazionali, quando il denaro contante è detenuto all'estero. In secondo luogo, si registra un incremento di costi di agenzia in quanto le operazioni di una controllata estera sono spesso soggette a un minor livello di trasparenza a causa della complessità organizzativa e finanziaria. In terzo luogo, poiché le opzioni di investimento della liquidità detenuta all'estero sono più limitate rispetto a quelle della liquidità detenuta all'interno del paese, gli investitori potrebbero trovarsi di fronte ad una maggiore incertezza circa l'uso della liquidità estera. Infine, anche l'incertezza sull'ammontare delle imposte che la società pagherà quando la liquidità sarà rimpatriata, ha un impatto negativo sul valore del denaro estero. Queste incertezze derivano complessivamente dal fatto che gli investitori non sono adeguatamente informati sulla quantità di liquidità intrappolata all'estero, dove questa venga generata e le implicazioni fiscali che ne derivano. Faulklender et. Al (2017) sostengono che la liquidità nazionale e quella estera non possono essere considerati sostituti perfetti in presenza delle tasse di rimpatrio.

I costi di rimpatrio influenzano anche la politica dei dividendi delle multinazionali. Infatti, se i dividendi vengono tassati, gli utili saranno mantenuti come contanti nell'azienda per evitare questa

tassazione. Altshuler e Newlon (1993) trovano che solo il 19% delle sussidiarie estere pagano i dividendi quando questi devono essere sottoposti al pagamento delle tasse statunitensi, mentre questo valore sale al 31,3 % nel caso in cui questo pagamento non sia dovuto in quanto l'aliquota versata all'estero è più alta rispetto a quella del paese della parent.

Agency Motive

Il primo a parlare della teoria dell'agenzia è Adam Smith già nel 1776. Successivamente, nel 1976 saranno Jensen e Meckling ad approfondire questo tema. La relazione tra agente-principale (o modello d'agenzia) è definita da Jensen e Meckling come *“un contratto in base al quale una o più persone (principale) obbliga un'altra persona (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente”*.

Il fulcro su cui si basa la teoria è la divergenza tra il management e finanza, cioè tra la proprietà ed il controllo.

La teoria dell'agenzia asserisce che all'interno delle public company, sono presenti asimmetrie informative tra manager e azionisti. Quest'ultimi sono orientati verso politiche di breve termine o politiche che possano accrescere il proprio raggio di azione, senza curarsi della crescita di valore nel lungo periodo. Questa divergenza di interessi genera dei costi di agenzia, dati dalla somma tra i costi dell'attività di controllo svolta dal principal, i costi di assicurazione dell'agent ed i costi residuali.

In particolare, ci sono due categorie di problemi di agenzia, ovvero quella tra proprietari e manager e quelli tra creditori e manager.

Per quanto riguarda i primi, i manager e azionisti considerano i costi ed i benefici in modo diverso. Si presuppone che i manager agiscano nell'interesse dell'azienda al fine di cercare di accrescere il valore per gli azionisti. Partendo da questo presupposto la teoria dell'agenzia cerca di spiegare perché l'ammontare delle risorse liquide delle imprese non è sempre basata sulla massimizzazione dei benefici per gli azionisti. Con la teoria del free cash flow, Jensen (1986) analizza il motivo per cui il management tende a detenere grandi quantità liquide. Il manager che ha a sua disposizione ingenti quantità di liquidità, ha maggiore potere discrezionale, sostiene meno rischio di impresa ed evita il controllo del mercato, che avviene tramite le operazioni di emissione di debito e capitale sociale. Questi incentivi spingono i manager a dare maggiore peso ai motivi precauzionale e quindi detenere più denaro di quanto gli azionisti si aspettino.

Questi conflitti richiedono quindi un monitoraggio costoso ed incentivi per controllare il comportamento degli agenti (Jensen & Meckling, 1976). Pertanto, è necessario un buon meccanismo di governo societario per le imprese per colmare il rapporto tra il principal e l'agente. Il Consiglio di amministrazione svolge un ruolo centrale nella corporate governance (Fama e Jensen, 1983), in

quanto ha il compito di monitorare tutte le azioni intraprese dai manager affinché non si discostino dai loro piani strategici. Lipton e Lorsch sostengono che l'efficacia del consiglio diminuisce all'aumentare delle dimensioni di quest'ultimo poiché incrementano i problemi di comunicazione e di coordinamento. Anche la composizione del Consiglio avrà un impatto sulla qualità del corporate governance e quindi sul livello di cash holding. In particolare, si ritiene che gli amministratori nominati all'esterno dell'impresa siano i migliori controllori del management (Fama and Jensen, 1983).

Inoltre, Ozkan e Ozkan (2004) sostengono che l'indipendenza di amministratori esterni può ridurre l'asimmetria informativa tra le aziende e gli investitori, aumentando così anche la capacità dell'azienda di raccogliere fondi all'esterno. Pertanto, le imprese il cui consiglio di amministrazione è costituito per la maggior parte da amministratori indipendenti dovrebbero avere un livello inferiore di disponibilità liquide

Presumendo che i meccanismi siano imperfetti e che i manager abbiano un interesse personale, la prospettiva dell'agenzia suggerisce che essi siano in grado di appropriarsi di risorse aziendali per intraprendere investimenti non perfettamente nell'interesse aziendale ma per il proprio tornaconto personale.

Riguardo alla teoria dell'agenzia, Dittmar, Mahrt – Smith e Servaes (2003) analizzano l'impatto della protezione degli investitori sul livello di liquidità d'impresa. Il loro lavoro dimostra come il valore di un dollaro in un paese con alta protezione per gli investitori sia pari a quasi il triplo rispetto ad un paese che garantisce minori tutele. Le imprese dei paesi con il più basso livello di protezione degli azionisti detengono più del doppio della liquidità rispetto alle imprese dei paesi. Questi risultati sono in linea con l'importanza della corporate governance nel determinare i livelli di cash holding.

Inoltre, Grinblatt e Titman suggeriscono che si verificano problemi di *debt overhang* quando appaiono i conflitti tra azionisti e creditori. Ipotizzando che i dirigenti di un'impresa siano agenti degli azionisti, essi tendono ad agire nell'interesse dei proprietari piuttosto che a favore dei creditori. In presenza quindi di debito a rischio, i manager tendono a prendere decisioni subottimali rifiutando opportunità di investimento con un valore attuale netto positivo che determinerebbe un vantaggio soprattutto per i detentori del debito. Questi ultimi, per ridurre questo rischio, aggiungono dei covenant al credito concesso, limitando la capacità dell'impresa di raccogliere ulteriori debiti. Se non è possibile applicare alcuni covenant, i creditori possono aumentare i tassi di interesse ex ante a titolo di premio per tenere conto di eventuali problemi di sotto investimento.

Le ipotesi della letteratura in merito all'agency motive sono difficili da dimostrare, a causa delle divergenze di sistema tra i vari paesi. Ad esempio, come dimostrato dai lavori di Van Dijck, van der Waal, Schauten (2013), rispetto agli US, in Europa vi sono minori tutele per gli azionisti di minoranza.

LE DETERMINANTI DEL CASH HOLDING

L'obiettivo di questo elaborato è quello di approfondire quali sono quindi le determinanti del cash holding ed in che modo esse impattano sul livello delle disponibilità liquide detenute in azienda. In questa parte tratteremo le varie ipotesi formulate sulla base della letteratura esistente. In particolare, sono tre le teorie che ci permettono di identificare alcune delle caratteristiche aziendali che influenzano il livello di liquidità.

Il modello del *trade-off* presuppone che il management sia interessato alla massimizzazione del valore per gli azionisti. Secondo questa teoria l'obiettivo sarebbe quello di raggiungere il livello ottimale delle disponibilità liquide da tenere in azienda. Questo livello può essere raggiunto eguagliando i costi ed i ricavi marginali derivanti dalla detenzione del denaro. Abbiamo già visto come la liquidità agisce come riserva di sicurezza, permette di ridurre i costi di transazione ed infine assicura il perseguimento di una politica di investimento ottimale, specialmente quando l'accesso delle imprese ai mercati di capitali esterni è limitato (Ferreira e Vilela, 2004). Tuttavia, detenendo maggiore cassa, l'impresa rinuncia ad un maggior rendimento che potrebbe ottenere investendo il contante in altre attività più redditizie.

La seconda, la *pecking order theory* di Myers (1984), sostiene che le asimmetrie informative tra manager ed azionisti rendono il finanziamento esterno costoso. Quindi, in presenza di informazioni asimmetriche, i manager seguono una cosiddetta gerarchia di finanziamento. In particolare, l'opzione più favorevole è rappresentata dai fondi generati internamente e quindi dagli utili non distribuiti. Nel caso in cui i fondi interni non siano sufficienti, le imprese ricorrono al capitale di debito ed infine emettono nuovo capitale.

La terza, la *free cash flow theory* di Jensen (1986) mette in discussione il fatto che ci sia un livello ottimale di cash. Secondo Jensen, non necessariamente le imprese sono inclini a tenere la quantità di denaro che massimizzerà il valore degli azionisti. Jensen, infatti suggerisce che i manager generalmente sono incentivati ad accumulare liquidità. Questo avviene perché maggiori sono le risorse sotto il controllo del manager, maggiore sarà il suo potere di controllo. In presenza quindi di problemi d'agenzia, a risentirne sarà il valore dell'azienda, soprattutto se gli azionisti ritengono che i manager possano accumulare contanti per scopi non sempre identificabili.

Sulla base della *trade off theory*, della *pecking order theory* e della *free cash flow theory* possiamo desumere che le dimensioni aziendali, l'opportunità di investimento, la leva finanziaria, l'indebitamento bancario, il cash flow, la volatilità del cash flow ed il pagamento dei dividendi hanno un'associazione significativa con la detenzione di denaro contante.

Dimensione aziendale

Secondo la teoria del *trade off*, tra le dimensioni dell'impresa e la liquidità sussiste una relazione negativa. Per capire le ragioni che stanno alla base di questa conclusione, consideriamo dapprima i costi di finanziamento. Infatti, per accedere al mercato dei capitali, le imprese devono sostenere dei costi fissi. Poiché questi costi non sono proporzionale rispetto all'ammontare del prestito, le imprese più piccole dovranno sostenere dei costi di finanziamenti più elevati a causa del costo marginale più elevato. Le imprese di piccole dimensioni godono quindi di riserve di liquidità maggiori per riuscire a sostenere costi finanziari più elevati.

Il modello di Miller & Orr (1966) suggerisce che esistono economie di scala nella gestione del contante. Questo significa che le piccole imprese, soprattutto quelle soggette a maggiori rischi finanziari, tendono ad avere più quantità di denaro perché ottenere fondi sul mercato dei capitali è più costoso per loro rispetto alle grandi imprese (Ferreira & Vilela, 2004).

Inoltre, secondo Ozkan e Ozkan (2004), la dimensione aziendale potrebbe essere utilizzata come proxy per la misurazione delle asimmetrie informative. Chung, McInish, Wood e Whyhowski (1995) sostengono che le aziende più grandi rilasciano più informazioni finanziarie perché sono seguite da più analisti e sono soggette a un esame più attento. Le imprese di grandi dimensioni, quindi tendono ad avere meno problemi legati alle asimmetrie informative e quindi ad avere un maggiore accesso ai mercati dei capitali. Anche a seguito di questa conclusione, possiamo dedurre che tra le dimensioni aziendali ed il cash ci sia una relazione negativa.

È anche noto che le imprese più grandi, tendenzialmente più diversificate rispetto a quelle piccole, perché operano in più settori tra loro fortemente differenziati, riescono a liquidare con più facilità parte dei *non-core assets*. Questo consente di ridurre la probabilità di trovarsi in difficoltà finanziarie (Bates et al, 2009). Generalmente le aziende di piccole dimensioni, possedendo asset più specifici, tendono ad avere maggiore liquidità in azienda poiché per loro risulta più difficile vendere questi beni (Drobotz & Gruninger, 2007).

La conclusione della teoria del *trade off* risulta in contrasto con quanto emerge invece dalla teoria del *pecking order* e da quella del *free cash flow*.

Ozkan e Ozkan (2004) individuano una relazione positiva anche se insignificante tra le due. Ciò può indicare che possono esservi altri fattori in base ai quali la dimensione aziendale impatta sulla politica del corporate cash holding. Ad esempio, le grandi imprese in genere ottengono risultati migliori delle piccole imprese e quindi dovrebbero avere più contanti (Opler et al., 1999). Queste aziende tendono ad accumulare più contanti rispetto alle imprese più piccole.

La teoria del *free cash flow* si sofferma sul potere discrezionale dei manager. A tal proposito si considera generalmente che le imprese di grandi dimensioni tendono ad essere ad azionariato diffuso.

La polverizzazione della proprietà tra un numero elevato di azionisti fa sì che nessuno di questi detenga quote di capitali significative ai fini di controllo. Un minore controllo implica un maggiore potere discrezionale dei manager sulle politiche aziendali finanziarie e d'investimento. Come già affermato in precedenza, i manager sono incentivati a dare maggiore peso ai motivi precauzionale e quindi detenere più denaro di quanto gli azionisti si aspettino. Ferreira e Vilella (2004) non hanno trovata alcuna evidenza a supporto di questa relazione positiva.

Leverage

L'indice di leva finanziaria o rapporto di indebitamento, indica in che misura un'impresa ricorre al capitale di debito rispetto al capitale proprio.

Nella teoria del *trade off* la relazione tra la leva finanziaria ed i livelli di cash è incerta. Un aumento del tasso di indebitamento aumenta anche il rischio finanziario, quindi la probabilità che l'impresa non riesca a far fronte agli impegni futuri. Ferreira e Vilella (2004) sostengono che, a causa dei rigidi piani di ammortamento, le imprese accumulano maggiori quantità di denaro per riuscire a mitigare il rischio del fallimento dell'azienda. Inoltre, anche Han and Qiu (2007) sostengono che, le imprese con alti livelli di leva finanziaria devono risparmiare più denaro per riuscire a rimborsare tutti i debiti alla scadenza. Sulla base di queste considerazioni, si presume che vi sia una relazione positiva tra il cash ed il leverage. Dall'altro lato, tuttavia, Ozkan e Ozkan (2004) e Diamond (1984) considerano che il debito possa essere ritenuto una forma sostitutiva del contante in quanto rappresenta un modo alternativo di finanziamento. In questo caso, se la leva finanziaria è già alta, la detenzione di liquidità aggiuntiva può risultare ridondante.

In base alla *pecking order theory*, un maggior tasso di indebitamento indica che l'impresa è in grado di ottenere facilmente finanziamenti esterni. Generalmente, le imprese più indebitate sono soggette ad un monitoraggio più intenso sia da parte delle banche che da parte di altri finanziatori. Instaurando una buona e stabile relazione con le istituzioni bancarie, anche le asimmetrie informative possono essere ridotte. Questo a sua volta si traduce in un minor costo di finanziamento ed un più facile accesso ai mercati dei finanziamenti esterni. Potendo ricorrere a finanziamenti esterni in qualsiasi momento, l'azienda non sarà

Inoltre, il debito viene emesso quando gli investimenti superano l'ammontare degli utili non distribuiti. Allo stesso tempo però i livelli di cash aumentano quando gli investimenti sono inferiori agli utili non distribuiti. Pertanto, quando le esigenze di investimento di un'azienda superano la capacità della stessa di generare liquidità, allora si registra un incremento dell'indebitamento (Ferreira e Vilella, 2004).

Anche la teoria del *free cash flow* di Jensen sostiene che tra le due variabili vi sia una relazione negativa. Questo accade perché generalmente le imprese poco indebitate sono soggette ad un minor monitoraggio, consentendo quindi ai manager di disporre di maggiore margine di discrezionalità. Secondo Ferreira e Vilela (2004), i manager tendono a tenere più contante perché esso è più sicuro del debito.

Dividendi

In base alla teoria del *trade off*, le imprese che distribuiscono regolarmente dividendi, hanno una maggiore possibilità di raccogliere fondi in caso di difficoltà finanziarie. Questo viene reso possibile grazie alla riduzione dei dividendi in caso di difficoltà. Al contrario, le imprese che non distribuiscono dividendi, devono accedere al mercato dei capitali per raccogliere fondi, sostenendo anche dei costi maggiori rispetto alle prime. Quindi la trade off theory ci indica la presenza di una relazione negativa tra il cash holding ed i dividendi (Ferreira & Vilela, 2004). Tuttavia, non è così scontato che i manager di un'azienda decidano di ridurre i dividendi per far fronte ad improvvisi problemi finanziari. Infatti, un cambiamento nella politica dei dividendi potrebbe provocare una reazione negativa da parte degli investitori finanziari, generando così un calo del prezzo delle azioni dell'azienda. Risulta infatti che, piuttosto di ridurre i dividendi, i dirigenti finanziari preferiscono rinunciare a progetti d'investimento a VAN positivo o addirittura preferiscono ricorrere a finanziamenti esterni (Brav et al, 2005). Anche in questo caso, il ricorso al mercato di capitale è meno costoso perché le aziende che distribuiscono dividendi risultano maggiormente monitorate (Drobetz & Gruninger, 2007).

Inoltre, Ozkan e Ozkan (2004) sostengono che le aziende che pagano dividendi detengano più liquidità perché vogliono evitare di essere a corto di contanti e non essere quindi in grado di pagare i dividendi. Questo risulta coerente con il concetto che sta alla base del motivo precauzionale. In base a quest'ultimo, sappiamo infatti che le imprese devono essere sempre in grado di far fronte ai propri impegni. Queste conclusioni porterebbero a sostenere un'associazione positiva tra i dividendi ed il cash holding, ma non sono state trovate evidenze empiriche a supporto.

Debito bancario

Le conclusioni in merito all'indebito bancario sono assimilabili a quanto detto in precedenza riguardo al leverage. Un elevato debito bancario ci suggerisce che tra le istituzioni bancario e l'azienda vi sia una stretta relazione. Un controllo più approfondito implica una riduzione delle asimmetrie informative e quindi una diminuzione dei costi di finanziamento. Questo accade perché le banche possono accedere ad informazioni aziendali che non sono pubblicamente disponibili e quindi possono monitorare la posizione aziendale in modo più efficiente rispetto ad altri finanziatori (Ozkan e Ozkan,

2004). In altre parole, quando una banca concede o rinnova un prestito, significa che dispone di informazioni positive su quell'azienda. Le imprese che presentano una maggiore incidenza di debiti bancari, dovrebbero avere un più facile accesso ai finanziamenti esterni. Ci si aspetta quindi che le aziende con un elevato rapporto debito bancario, detengano meno denaro contante per motivi precauzionali (Ferreira e Vilela, 2004).

In linea con il modello del *trade-off* e del *pecking-order*, anche la teoria del *free cash flow* prevede una relazione negativa. Infatti, il ruolo di monitoraggio della banca dovrebbe contribuire ad eliminare la tendenza dei manager a trattenere maggiori liquidità in azienda per perseguire i propri interessi piuttosto che gli interessi degli azionisti (Pinkowitz e Williamson, 2001).

Cash flow

Il cash flow rappresenta una grandezza finanziaria che misura le variazioni positive o negative di liquidità che si verificano in un determinato periodo di tempo.

Kim et al. (1998) sostengono che le imprese vedono il flusso di cassa come un sostituto del contante e come un'ulteriore e immediata fonte di liquidità per far fronte alle spese operative, per effettuare investimenti e per estinguere le passività. Quindi le imprese che godono di adeguati flussi di cassa dovrebbero detenere meno liqui. Tuttavia, non è stata trovata alcuna evidenza empirica a supporto di questa tesi negli studi precedentemente svolti.

Al contrario, la *pecking order theory* sostiene la presenza di una relazione positiva. Un'azienda è indotta a trattenere il contante in eccesso poiché i fondi generati internamente sono preferiti al costoso capitale esterno. Le imprese che presentano buoni flussi di cassa hanno maggiore probabilità di detenere parte delle loro attività sotto forma di contanti (Ferreira e Vilela, 2004). Questi vengono utilizzati per finanziare i progetti, ripagare i debiti, pagare i dividendi (Ozkan & Ozkan, 2004).

Al di là della relazione positiva o negativa, alcuni studiosi si soffermano sulla tipologia di relazione. In particolare, Almeida e Campello (2004) sostengono che tra le due variabili vi sia un legame di tipo lineare. Al contrario Bao, Chan e Zhang (2012) parlano di una relazione non lineare. Dal loro studio si evince infatti che il flusso di cassa impatta in modo diverso le politiche del cash holding a seconda se l'impresa ha registrato degli utili o delle perdite.

Pertanto, risulta necessaria un'analisi empirica per determinare il segno e l'entità della sensibilità della liquidità al flusso di cassa (Almeida et al., 2004).

Variabilità dei flussi di cassa

Generalmente, più i flussi di cassa di un'azienda sono volatili, meno certezza c'è sul loro futuro verificarsi. Pertanto, le aziende con flussi di cassa altamente volatili hanno più probabilità di incorrere in difficoltà finanziarie in futuro. Quindi, queste aziende sarebbero inclini a tenere maggiori riserve di liquidità rispetto alle aziende con flussi di cassa più stabili, al fine di ridurre il rischio associato alle difficoltà finanziarie.

Inoltre, all'aumentare della volatilità del flusso di cassa, aumenta la possibilità che l'azienda si trovi a corto di attività liquide. Questo, come sappiamo, risulta ancora più costoso se l'azienda deve rinunciare ad alcune preziose opportunità di crescita. Quindi le aziende che presentano cash flow incerti, mantengono maggiori livelli di contante per evitare i costi derivanti dai vincoli di liquidità. Di conseguenza, ci si aspetta una relazione positiva tra l'incertezza del cash flow ed il cash holding. (Ozkan e Ozkan, 2004)

Opportunità di crescita

Per incrementare il valore dell'azienda, le scelte in merito alle opportunità di investimento risultano essere di primaria importanza. Le imprese devono decidere come finanziare questi progetti di investimenti, quindi se utilizzare fondi interni (cassa) e/o esterni (prestiti ed emissioni obbligazionarie/azionarie). È in questo contesto che le imprese stabiliscono se e quante attività finanziarie (contanti) detenere.

Un'impresa che presenta elevate opportunità di investimento, deve essere in grado di garantirne il finanziamento. Questo significa che queste aziende saranno più propense a domandare maggiori fondi in futuro per riuscire a finanziarsi.

A causa del fatto che i finanziamenti esterni sono generalmente più costosi, le imprese con maggiori opportunità d'investimento tendono ad accumulare maggiori quantità di denaro per evitare di dover rinunciare ad opportunità di investimento redditizie. La *trade off theory* suggerisce che il costo di incorrere in situazioni di carenza di liquidità è maggiore per quelle imprese che presentano elevate opportunità di crescita, poiché le perdite attese derivanti dalla rinuncia ai progetti sono maggiori. Questo vale soprattutto per le imprese il cui valore è determinato in gran parte dalle opportunità di crescita, perché esse sono più esposte ad eventuali shock avversi.

La *pecking order theory* considera invece il rischio che l'impresa non possa ricorrere a finanziamenti esterni. Infatti, le imprese che sono soggette a vincoli di prestito, generalmente scelgono di disporre maggiore liquidità per assicurarsi l'opportunità di beneficiare dei vantaggi derivanti da eventuali improvvisi progetti d'investimento. Di conseguenza, le imprese con maggiori opportunità di

investimento tendono ad accumulare maggiori quantità di liquidità per evitare di raccogliere costosi capitali esterni (Kim et al., 2011; Opler et al., 1999; Ozkan e Ozkan, 2004).

La *free cash flow theory* sostiene che non sempre i manager adottano politiche di cash holding ottimali. Infatti, i manager che hanno a disposizione maggiori risorse, godono di un maggiore controllo sul loro utilizzo. Questo è particolarmente visibile quando sono presenti poche opportunità d'investimento. In queste occasioni i manager tendono ad investire anche in progetti a VAN negativo pur di non distribuire le risorse a disposizione sotto forma di dividendi. Questa scelta porta ad una distruzione del valore per gli azionisti e ad una riduzione del market-to-book ratio¹⁰. Quindi, secondo questa prospettiva, la relazione tra opportunità di investimento e disponibilità di cassa sarebbe negativa. Tuttavia, non è stata trovata nessuna evidenza empirica a supporto di questo, il che suggerisce che i conflitti tra manager e azionisti non svolgono un ruolo determinante nella determinazione delle disponibilità liquide.

Le tre teorie ci permettono dunque di formulare delle ipotesi che a volte risultano in contrasto l'una con l'altra. Per comprendere al meglio quindi se ed in che modo ciascuna di queste variabili impatta le politiche del cash holding di ciascun'azienda, occorre sempre svolgere un'analisi empirica. Questa, infatti ci potrà permettere di trarre delle conclusioni specifiche a secondo del campione che si va a studiare.

¹⁰ Il market to book ratio viene utilizzato negli studi empirici per misurare le opportunità di crescita (Chen & Zhao, 2006). È una misura utilizzata per valutare il valore corrente di mercato di una società rispetto al suo valore contabile.

<i>Determinanti</i>	<i>Trade -off model</i>	<i>Pecking-order theory</i>	<i>Free Cash Flow Theory</i>
Dimensione aziendale	<i>Negativa</i>	<i>Positiva</i>	<i>Positiva</i>
Leverage	<i>Ambigua</i>	<i>Negativa</i>	<i>Negativa</i>
Debito bancario	<i>Ambigua</i>	<i>Negativa</i>	<i>Negativa</i>
Cash Flow	<i>Negativa</i>	<i>Positiva</i>	
Volatilità del Cash Flow	<i>Positiva</i>		
Opportunità di crescita	<i>Positiva</i>	<i>Positiva</i>	<i>Negativa</i>
Dividendi	<i>Negativa</i>		

Nella tabella 1 sono riassunte le relazioni dei vari fattori con le disponibilità di casa in base alle predizioni delle tre teorie.

<i>Determinanti</i>	<i>Ozkan e Ozkan (2004)</i>	<i>D'Mello et al. (2008)</i>	<i>Opler et al. (1999)</i>	<i>Ferreira e Vilela (2004)</i>	<i>(Drobetz e Gruninger (2007)</i>	<i>Harford et al. (2008)</i>
Dimensione aziendale	<i>Non significativa</i>	<i>Negativa</i>	<i>Negativa</i>	<i>Negativa</i>	<i>Negativa</i>	<i>Non significativa</i>
Leverage	<i>Negativa</i>	<i>Negativa</i>	<i>Negativa</i>	<i>Negativa</i>	<i>Negativa</i>	<i>Negativa</i>
Debito bancario	<i>Negativa</i>			<i>Negativa</i>		
Cash Flow	<i>Positiva</i>		<i>Positiva</i>	<i>Positiva</i>	<i>Positiva</i>	<i>Positiva</i>
Volatilità del Cash Flow	<i>Non significativa</i>		<i>Positiva</i>	<i>Negativa</i>	<i>Positiva</i>	<i>Positiva</i>
Opportunità di crescita	<i>Positiva</i>	<i>Positiva</i>	<i>Positiva</i>	<i>Positiva</i>	<i>Positiva</i>	<i>Non significativa</i>
Dividendi			<i>Negativa</i>		<i>Positiva</i>	<i>Negativa</i>

Nella tabella 2 sono riassunti i risultati empirici di vari autori che hanno analizzato l'effetto di ciascuna determinante sulle disponibilità liquide.

L'INFLUENZA DELLE TASSE SUL CASH HOLDING

Le teorie analizzate fin qui sono in grado di spiegare perché alcune aziende sono più propense rispetto ad altre ad accumulare liquidità. Tuttavia, quello che non risulta ancora del tutto chiaro è perché in alcuni casi gran parte di questa liquidità è detenuta nelle sussidiarie estere. Come già analizzato nel primo capitolo, questo fenomeno viene spiegato largamente dall'esistenza delle tasse. In effetti, sappiamo che gli Stati Uniti seguono un sistema di tassazione mondiale, in base al quale i redditi ottenuti dalle società americane sono tassati nel momento in cui vengono rimpatriati, indipendentemente da dove essi vengono realizzati. Tuttavia, esistono diverse strategie di elusione fiscale che consentono di evitare le imposte sul reddito rimpatriato. Ad esempio, le società affiliate situate nei paradisi fiscali, quindi paesi a bassa tassazione possono investire risorse in un'altra società controllata estera (Foley et al., 2007). Infatti, quando una società collegata acquista i beni di un'altra società di proprietà della società madre, la società può rimpatriare i guadagni ottenuti senza pagare la tassa aggiuntiva. Oltre ad evitare i costi di rimpatrio, l'elusione fiscale ha anche un impatto diretto sulle attività correnti del paese.

Una volta, Benjamin Franklin disse: *“nella vita nulla è inevitabile, tranne la morte e le tasse”*. Ad oggi invece la sensazione più diffusa è che solo una delle due è inevitabile. Infatti, numerose sono i comportamenti adottati sia dalle persone fisiche che dalle persone giuridiche al fine di sottrarsi agli obblighi tributari. In particolare, l'elusione fiscale è una questione molto dibattuta che ha suscitato grandissimo scalpore dopo che i media hanno rivelato alcune delle strategie adottate da grandi società come la Apple, AstraZeneca, Google. Definire l'elusione fiscale è alquanto difficile, soprattutto perché il confine con l'evasione fiscale non è così netto. I termini "elusione fiscale" ed "evasione fiscale" sono spesso usati in modo intercambiabile, ma sono concetti molto diversi. Fondamentalmente, l'elusione fiscale è legale, mentre l'evasione fiscale non lo è.

Principalmente, l'elusione fiscale consiste nell'utilizzo di misure legali allo scopo di minimizzare le imposte sul reddito e di massimizzare quindi il reddito netto d'esercizio. Le pratiche elusive derivano da alcune lacune presenti negli ordinamenti fiscali nazionali. Anche se l'attività di elusione non viola alcuna legge, essa in realtà risulta in contrasto con i principi che ispirano la legislazione fiscale e che prevedono che tutti siano tenuti a partecipare alle spese pubbliche in ragione della propria capacità contributiva.

Ad oggi invece, sono sempre di più le imprese transnazionali che sfruttano le divergenze che risultano tra i vari regimi fiscali al fine di minimizzare l'imposizione fiscale. In particolare, nel rapporto BEPS pubblicato il 12 febbraio 2013, l'OCSE evidenzia che c'è una crescente separazione tra il luogo in cui vengono svolte le attività di business e quello in cui vengono registrati i profitti ai fini fiscali.

Inoltre, negli ultimi anni le multinazionali hanno adottato strutture di pianificazione fiscale sempre più aggressive.

Elusione fiscale e livello del cash holding

Per qualsiasi impresa le tasse rappresentano un costo piuttosto rilevante, ad esempio il carico fiscale complessivo che grava sulle imprese in Italia ammonta al 59,1% dei profitti commerciali¹¹. Quindi, secondo una visione tradizionale, il risparmio che deriva dalla minimizzazione delle tasse rappresenta una fonte di reddito che contribuisce quindi a generare valore per gli azionisti. Mills et al (1998) forniscono la prova che per ogni dollaro investito nella pianificazione fiscale, l'azienda riesce a risparmiare in media 4 dollari di indebitamento fiscale. Questo risultato suggerisce che l'aggressività fiscale aumenta il valore dell'azienda grazie alla capacità della stessa di incrementare i flussi di cassa. Quindi, a primo impatto potrebbe sembrare che ci sia una relazione positiva tra *tax avoidance* e *cash holding*, poiché un maggiore reddito d'esercizio può essere destinato ad incrementare i saldi di cassa. In realtà, potrebbe non esserci alcuna relazione tra queste due variabili poiché il risparmio derivante dall'elusione fiscale non necessariamente viene detenuto sotto forma di liquidità ma anzi generalmente viene utilizzato per effettuare nuovi investimenti, per estinguere i debiti, oppure per distribuire maggiori dividendi.

In ogni caso, il punto di vista sopracitato dà per scontato che l'elusione fiscale venga praticata per massimizzare il valore dell'azienda. Tuttavia, questa è una visione che può valere generalmente per il singolo contribuente o per le piccole imprese in cui la figura del manager e dell'azionista sostanzialmente coincidono. Un punto di vista alternativo che si focalizza sul conflitto d'interesse tra principale ed agente, indica una relazione negativa tra l'elusione fiscale e le disponibilità liquide. Seppure la visione tradizionale risulti piuttosto accattivante, essa non prende in considerazione due aspetti importanti. In primo luogo, le multinazionali sono caratterizzate dalla separazione tra proprietà e controllo che quindi genera spesso e volentieri conflitti d'interesse tra manager e azionisti. In secondo luogo, l'elusione fiscale richiede l'utilizzo di schemi piuttosto complessi che spesso e volentieri implicano l'offuscamento di alcune informazioni per evitare il rilevamento da parte delle autorità fiscali. A sostegno di questo punto di vista, Chen et al. (2011) hanno studiato la relazione tra elusione fiscale ed opacità informativa e hanno scoperto che esiste una correlazione positiva tra le due variabili. L'adozione di queste strategie fiscali aggressive è dunque difficile da rilevare a caso

¹¹ Questi dati risultano dato rapporto "Paying Taxes 2020" realizzato dalla Banca Mondiale e da PWC, un network internazionale che fornisce servizi di consulenza di direzione e strategica, revisione di bilancio e consulenza legale e fiscale.

della loro complessità ed a causa dell'occultamento delle informazioni. A sostegno di queste conclusioni si riporta di seguito parte del rapporto di indagine sul crollo della Enron Company, elaborato dal Joint Committee on Taxation del Congresso USA (2003):

“I manager di Enron sono stati particolarmente eccellenti nel rendere tutte le transazioni complesse. Per l'esecuzione di queste transazioni sono state utilizzate strutture estremamente complicate allo scopo di ottenere benefici fiscali a lungo termine. Per nessuna persona sarebbe stato semplice comprendere i termini e lo scopo di determinate transazioni.”

I manager si sono impegnati in strategie fiscali aggressive che hanno sicuramente contribuito a costruire un impero, fino a quando però queste strategie non sono state rilevate, portando così alla distruzione della società.

Ma perché l'opacità informativa è così rilevante? Questo aspetto risulta particolarmente importante soprattutto nelle multinazionali poiché si ricollega al conflitto tra manager ed azionista. In particolare, l'elusione fiscale, richiedendo un certo grado di occultamento di informazione, potrebbe costituire una specie di scudo per l'opportunismo manageriale. Dalla *Free Cash Flow theory* sappiamo infatti che i manager non necessariamente sono interessati alla massimizzazione del valore per gli azionisti. Infatti, queste pratiche elusive, che originariamente erano considerate uno strumento per generare valore aggiunto per gli azionisti, offrono ai dirigenti, in quanto detentori del controllo della società, l'opportunità di utilizzare le risorse a propria discrezione. Gli azionisti perdono la loro capacità di controllo in questo caso per mancanza della trasparenza informativa.

L'elusione fiscale, dunque, compromette l'ambiente informativo dell'azienda, permettendo ai manager di deviare le risorse a proprio piacimento senza essere scoperti. Questo avviene con estrema facilità perché le attività liquide, come il cash, sono risorse fungibili quindi possono essere facilmente convertite per ottenere guadagni personalizzati. Dalla teoria del free cash flow abbiamo rilevato che i manager sono incentivati ad accumulare liquidità perché maggiori sono le risorse sotto il controllo manageriale maggiore sarà il loro potere discrezionale. Di conseguenza si potrebbe pensare che i manager utilizzino schemi fiscali aggressivi per accumulare le quantità di liquidità sotto il proprio controllo. Tuttavia, un eccessivo ammontare di disponibilità liquide attira l'attenzione degli azionisti, soprattutto di quelli che detengono quote piuttosto rilevanti, che quindi potrebbero minacciare le posizioni dei manager. Infatti, Harford et al. (2008) sostengono che, tendenzialmente, i manager opportunisti dirottano rapidamente la liquidità verso il loro consumo personale attuale piuttosto che mantenere riserve di liquidità per soddisfare bisogni futuri. Tale deviazione si traduce quindi in una minore disponibilità di liquidità. Per avvalorare questa tesi, Harford trova una relazione positiva tra una struttura di governance rigorosa e le disponibilità di cassa. In pratica, nelle società caratterizzate

da una forte struttura di governance si registrano livelli più alti di cash holding, poiché un maggior controllo sull'operato dei manager, impedisce loro di deviare la liquidità verso esigenze personali. Quindi, sulla base della teoria dell'agenzia, l'elusione fiscale influisce negativamente sulle disponibilità di cassa.

Gli studi empirici sull'associazione tra elusione fiscale e livello del cash holding sono molto limitati. Ecco perché sarebbe opportuno approfondire questa tematica per comprendere se ed in che misura è presente il conflitto d'agenzia nelle varie aziende e nei diversi paesi. Ad esempio, lo studio in merito alla correlazione tra cash holding ed elusione fiscale di Muhammad Irham Kurniawan sulle aziende indonesiane non ha rilevato alcun risultato significativo a favore di una relazione negativa tra queste due variabili. Questo può essere dovuto al fatto che il conflitto d'agenzia in Indonesia è più tra principale e agente che tra principale e agente.

Elusione fiscale e valore del cash holding

L'elusione fiscale, dunque, impatta sia sul livello del cash holding ma anche sulla valutazione del cash holding. È chiaro dunque che, tendenzialmente, queste pratiche derivano dall'adozione di comportamenti opportunistici da parte dei manager. Per riuscire nel loro intento, essi condividono soltanto le informazioni che ritengono più favorevoli, offuscando quelle che potrebbero non convincere completamente la proprietà. Poiché l'elusione fiscale è positivamente correlata all'asimmetria informativa, allora i flussi di cassa in eccesso in questo caso saranno scontati a un tasso maggiore. Pinkowitz et al. (2006), e Dittmar e Mahrt-Smith (2007) sostengono che gli investitori valutano meno un dollaro di liquidità se c'è una notevole preoccupazione che ci possa essere una deviazione di liquidità. L'evidenza empirica dimostra che gli azionisti sono più che consapevoli dell'esistenza di queste asimmetrie informative, ecco perché essi accolgono con favore le azioni di regolamentazione che non solo impediscono ai manager di estrarre le rendite, ma anche il verificarsi dell'aggressività fiscale. Infatti, gli studi di Hanlon e Slemrod (2009) ci permettono di sostenere che di fronte alla notizia dell'apertura di una sede societaria in uno dei paradisi fiscali, si registrano degli incrementi nei tassi di sconti dei flussi di cassa e quindi una riduzione dei prezzi delle azioni. Questo accade perché i manager che adottano tecniche di tax aggressiveness possono nascondere facilmente le notizie cattive. Di conseguenza, non essendo a conoscenza di quali siano le reali intenzioni del management, né gli investitori né il consiglio di amministrazione possono intraprendere tempestivamente azioni correttive. Un esempio significativo è rappresentato dal caso di Stanley Works. In pratica, nel maggio 2002, l'azienda ha considerato l'idea di spostare la sua sede aziendale alle Bermuda, un paradiso fiscale a basso costo. Tuttavia, gli azionisti della Stanley Works hanno rifiutato la proposta, perché mentre da

un lato questa mossa consentiva il risparmio delle tasse, dall'altro indeboliva i diritti degli azionisti. Da queste conclusioni deduciamo che quello che risulta altrettanto importante è il meccanismo di governance adottato. Un monitoraggio più stretto limita le capacità manageriali di “dirottare” le risorse aziendali. Strutture di governance più solide, infatti, limitano l'entrenchment del management e la dissipazione delle disponibilità liquide. In particolare, Dittmar e Mahrt-Smith (2007) trovano che il valore del dollaro è considerevolmente più basso nelle aziende con strutture di governance deboli. Questo accade perché le aziende che dispongono di una debole governance aziendale dissipano le riserve di liquidità in eccesso più rapidamente rispetto a quelle con una buona governance. Lo studio di Pinkowitz et al. (2006) si focalizza invece sulla protezione dei diritti degli azionisti. In particolare, in un contesto transnazionale Pinkowitz et al. individuano che la valutazione delle riserve di liquidità delle imprese è più bassa nei paesi con istituzioni legali deboli che offrono poca protezione dei diritti degli azionisti.

Rischio fiscale

È chiaro che nel momento in cui si sceglie di adottare qualche pratica di elusione fiscale, non si sa quale sarà la conclusione poiché le strategie fiscali possono essere contestate dalle autorità competenti. Dallo studio di Opler et al. (1999) si è visto come le aziende caratterizzate dalla presenza di flussi di cassa più rischiosi, tendono ad avere maggiori disponibilità di cassa. A tal fine, considerando l'incertezza fiscale come un caso particolare, si potrebbe concludere che le multinazionali coinvolte in strategie elusive, caratterizzate quindi da un certo grado di incertezza, tendono a mantenere dei saldi di cassa in eccesso per motivi precauzionali. Si parla in questo caso di rischio fiscale per indicare il rischio di operare in violazione di norme di natura tributaria ovvero in contrasto con i principi o con le finalità dell'ordinamento¹². Il concetto di “rischio fiscale” era sconosciuto fino a quindici anni fa circa, acquisendo rilevanza dopo il caso Enron ma anche quello della WorldCom e Tyco International. A seguito di questi scandali contabili vengono emanate dapprima la Sarbanes Oxley¹³ ed in seguito la FIN 48¹⁴, una serie di misure volte ad aumentare la trasparenza e migliorare la governance aziendale complessiva. In particolare, la FIN 48 obbliga il redattore di bilancio ad esporre tra le passività le “posizioni fiscali incerte”, cioè quelle posizioni per

¹² Art. 3, comma 1, d.lgs. n. 128 del 2015, art. 1, comma 1, lett. c), Provvedimento Agenzia delle Entrate 14 aprile 2016 e art. 1, comma 1, lett. h), Provvedimento Agenzia delle Entrate 26 maggio 2017.

¹³ Legge emanata il 30 luglio 2002 dal governo degli Stati Uniti in risposta agli scandali contabili della Enron, della Tyco e di altre società, con lo scopo di ristabilire la fiducia della nazione e del mondo, particolarmente degli investitori nel settore societario, fissando nuovi codici di autoregolamentazione e obblighi di legge. (Treccani)

¹⁴ FASB Interpretation No. 48 - Accounting for Uncertainty in Income Taxes:

cui la probabilità di superare con successo un controllo fiscale non supera il 50%. Utilizzando questi dati esposti nei bilanci, Hanlon et al. (2013) riescono ad analizzare la correlazione tra il rischio fiscale ed il cash holding. Dai loro studi risulta che all'aumentare del rischio, si registrano anche degli incrementi nei saldi di cassa. In pratica, di fronte a valutazioni fiscali future incerte, le aziende sono incentivate ad accumulare disponibilità liquide per motivi precauzionale. Questo avviene generalmente perché gli importi contestati sono particolarmente corposi. Ad esempio, un articolo del Wall Street Journal riporta che la Francia ha messo in discussione la posizione fiscale di Google, chiedendo un rimborso pari a 1,7 miliardi di euro di tasse arretrate. Anche qualora la società fosse in grado di dimostrare che le tasse pagate sono in linea con quanto dovuto alle autorità fiscali, l'azienda dovrebbe comunque disporre di adeguate risorse finanziarie per mettere in atto una difesa vigorosa. Quindi, avere a disposizione disponibilità liquide sufficienti a coprire l'intero importo contestato, conferisce all'azienda un rilevante potere di contrattazione. In base a quanto detto finora si può sostenere che tra rischio fiscale e cash holding ci sia una relazione positiva: maggiori sono le posizioni fiscali incerte maggiori sono i saldi di cassa detenuti per poter sostenere il pagamento futuro di eventuali richieste di tasse.

CONCLUSIONI

Nell'ultimo mezzo secolo, il tema delle disponibilità liquide ha suscitato accesi dibattiti nel campo della gestione finanziaria. Lo scopo principale di questa tesi è comprendere quali sono i principali motivi che spingono le imprese a trattenere più o meno liquidità in azienda e quali sono i fattori che influenzano i livelli ottimali di disponibilità liquide aziendali.

La domanda fondamentale che viene spesso posta è: perché le aziende detengono dei livelli di liquidità così elevati? A questo quesito siamo riusciti ad individuare una risposta nell'identificazione del motivo precauzionale, transazionale, speculativo, d'agenzia ed infine quello fiscale. In particolare, considerando le differenze tra i sistemi fiscali dei vari paesi abbiamo compreso che principalmente il tax motive riesce a giustificare la presenza di elevati livelli di disponibilità liquide nelle sussidiarie estere delle multinazionali statunitensi.

Quello che risulta altrettanto di fondamentale rilievo sono le determinanti del cash holding che permettono di individuare e determinare il livello ottimale di cash holding in azienda.

Nel secondo capitolo ci siamo soffermati sull'analisi di alcune delle caratteristiche aziendali che influenzano il livello di liquidità, individuate sulla base del modello del *trade-off*, la *pecking order theory* di Myers (1984) e la *free cash flow theory* di Jensen (1986). Sulla base di queste teorie abbiamo desunto che le dimensioni aziendali, l'opportunità di investimento, la leva finanziaria, l'indebitamento bancario, il cash flow, la volatilità del cash flow ed il pagamento dei dividendi hanno un'associazione significativa con la detenzione di denaro contante. Inoltre, abbiamo visto che tra rischio fiscale e cash holding ci sia una relazione positiva: maggiori sono le posizioni fiscali incerte, maggiori sono i saldi di cassa detenuti per poter sostenere il pagamento futuro di eventuali richieste di tasse.

Generalmente, i risultati ottenuti dalla maggior parte degli studi mostrano che il motivo precauzionale e quello delle transazioni influenzano in modo determinante le politiche del cash holding. Tuttavia, sono pochi gli studi che possano confermare che le motivazioni alla base del conflitto dell'agenzia siano fattori determinanti per la determinazione delle disponibilità liquide.

E' vero che le caratteristiche *firm specific* sono rilevanti nella determinazione del livello di liquidità, ma lo sono altrettanto i fattori *industry-specific* ed i *context-specific*. Con il termine *industry-specific* ci riferiamo al settore di appartenenza; infatti, è probabile che le imprese che operano nel settore manifatturiero detengano più liquidità. Uno dei motivi alla base di questa conclusione può essere dovuta al fatto che ci vuole più tempo per convertire gli input (materie prime) in prodotti, poi in vendite ed infine in flussi di cassa.

Così come il settore, anche i fattori *context-specific* influenzano le politiche di cash holding dell'azienda. Nei diversi paesi, le interazioni istituzionali tra soggetti finanziari, sindacali,

imprenditoriali e della policy pubblica, così come le regole di corporate governance cambiano al punto da determinare diversi livelli di cash holding. Ad esempio, i fattori interni di corporate governance come la struttura del consiglio di amministrazione, le caratteristiche del CEO consentono di comprendere se ed in che misura i costi d'agenzia impattano sulle decisioni finanziarie nei mercati. Sicuramente, quindi, i livelli di liquidità cambiano a seconda delle caratteristiche specifiche dell'azienda, del settore di appartenenza e anche dal paese in cui risultano insediate. Tuttavia, quello che risulta particolarmente interessante, è che il rapporto tra disponibilità liquide e totale delle attività ha registrato un incremento nell'ultimo periodo, indipendentemente dalle dimensioni dell'azienda e dal loro settore. Quindi, sarebbe interessante analizzare quali sono le variabili macroeconomiche che influenzano le dinamiche del cash holding. Infatti, sappiamo che le imperfezioni del mercato costringono le imprese a tenere maggiori saldi di cassa per soddisfare i bisogni futuri. L'incertezza che caratterizza l'ambiente macroeconomico genera notevoli distorsioni nel momento in cui le imprese si trovano a dover allocare in modo efficiente le risorse finanziarie tra consumo/investimento nel lungo periodo e fabbisogni di liquidità nel breve periodo. Quindi, sarebbe particolarmente interessante da valutare anche come fattori esterni, quali la crisi finanziaria, l'inflazione, la disoccupazione, gli sviluppi dei mercati dei capitali, impattano sulle politiche del cash holding aziendale.

BIBLIOGRAFIA

Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M., 2004. The cash flow sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59, 1777-1804.

Amy Dittmar, Jan Mahrt-Smith, 2007. Corporate governance and the value of cash holdings, *Journal of Financial Economics*, 83 (3), 599-634.

Bates, T.W., Kahle, K.M. and Stulz, R.M. 2009. Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To? *The Journal of Finance*, 64, 1985-2021.

Baumol, William J., 1952. The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 66, 545-56.

Bessler, W., Drobetz, W. and Grüninger, M.C., 2011. Information Asymmetry and Financing Decisions. *International Review of Finance*, 11, 123-154.

C. Fritz Foley, Jay C. Hartzell, Sheridan Titman, Garry Twite, 2007. Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 86 (3), 579-607.

Casey Mulligan, 1997. Scale Economies, the Value of Time, and the Demand for Money: Longitudinal Evidence from Firms. *Journal of Political Economy*, 105 (5), 1061-1079.

Chen, Y., Huang, S., Pereira, R. & Wang, J. 2011. Corporate tax avoidance and firm opacity. *Unpublished Working Paper University of Missouri*.

Chung, Kee H. and McInish, Thomas H. and Wood, Robert A. and Wyhowski, Donald J., 1995. Production of Information, Information Asymmetry, and the Bid-Ask Spread: Empirical Evidence from Analysts' Forecasts (December, 11 2009). *Journal of Banking and Finance*, 19.

De Mooij, R.A., and Ederveen, S. 2003. Taxation and Foreign Direct Investment: A Synthesis of Empirical Research', *International Tax and Public Finance*.

Deloof, M. 2001. Belgian Intragroup Relations and the Determinants of Corporate Liquid Reserves. *European Financial Management*, 7, 375-392.

Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, 1983. Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.

- Fabrizi, M, Ipino, E, Parbonetti, A. 2018. It is not a flat world after all: Tax repatriation costs and cash value. *J Int Financ Manage Account*, 29, 223– 246.
- Faulkender M., Hankins K., Petersen M., 2017. Understanding precautionary cash at home and abroad. *Working Paper, University of Maryland*
- Ferreira, M.A. and Vilela, A.S., 2004. Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10, 295-319.
- Foley, C. & Hartzell, Jay & Titman, Sheridan & Twite, Garry. 2007. Why do Firms Hold So Much Cash? A Tax-based Explanation. *Journal of Financial Economics*, 86, 579-607.
- Hanlon, M., Maydew, E. L. & Saavedra, D. 2013. Understanding why firms hold so much cash: A tax risk explanation. *NBER working paper*
- Hanlon, Michelle & Slemrod, Joel., 2009. What Does Tax Aggressiveness Signal? Evidence from Stock Price Reactions to News about Tax Shelter Involvement. *Journal of Public Economics*, 93, 126-141.
- Jarrad Harford, Sattar A. Mansi, William F. Maxwell, 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87 (3), 535-555.
- Keynes J. M., 1936. The general theory of the rate of interest. Chapter 13 in *The general theory of employment, interest, and money*. Harcourt Brace, London
- Kim, J., Kim, H., & Woods, D, 2011. Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30, 568-574.
- Kurniawan, Muhammad Irham and Nuryanah, 2017. The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Level of Corporate Cash Holdings: Evidence from Indonesian Public Listed Companies. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(4), 38-52.
- Lee Pinkowitz, Rohan Williamson, 2001. Bank Power and Cash Holdings: Evidence from Japan. *The Review of Financial Studies*, 14 (4), 1059–1082.
- Merton H. Miller, Daniel Orr, 1966. A Model of the Demand for Money by Firms, *The Quarterly Journal of Economics*, 80 (3), 413–435.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R., 1999. The determinants and implications of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52, 3–46.

Ozkan, Aydin & Ozkan, Neslihan, 2004. Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking & Finance*, 28 (9), 2103–2134.

Pinkowitz, L., Stulz, R. and Williamson, R. 2006. Does The Contribution Of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *The Journal of Finance*, 61, 2725-2751.

Rosanne Altshuler & Harry Grubert & T. Scott Newlon, 2000. Has U.S. Investment Abroad Become More Sensitive to Tax Rates?," NBER Chapters, in: International Taxation and Multinational Activity, pages 9-38, National Bureau of Economic Research, Inc.

Ruud de Mooij, Sjef Ederveen, 2003. Taxation and Foreign Direct Investment: A Synthesis of Empirical Research. *International Tax and Public Finance*, 10 (6), 673-93.

Seungjin Han, Jiaping Qiu, 2007. Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13 (1), 43-57.

Sherman, Ann & Kim, Chang-Soo & Mauer, David., 2012. The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 335-359.

Tim Opler, Lee Pinkowitz, Renè Stulz, Rohan Williamson, 1999. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, 52.