



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"Le politiche di gestione della liquidità delle aziende italiane"

RELATORE:

CH.MO PROF. Michele Fabrizi

LAUREANDO: Giacomo Barbolani di Montauto

MATRICOLA N. 1216445

ANNO ACCADEMICO 2021 – 2022

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature)



Sommario

Introduzione.....	4
CAPITOLO 1.....	6
La gestione della liquidità secondo la letteratura	6
1. Transaction motive.....	6
2. Precautionary motive.....	8
3. Agency motive.....	9
4. Tax motive.....	11
5. Speculative motive.....	13
6. Una lettura diversa.....	14
CAPITOLO 2.....	17
Le determinanti del cash holding.....	17
1. La dimensione aziendale.....	17
2. La gestione dei dividendi ed il valore per gli azionisti.....	18
3. Il rapporto di indebitamento.....	19
4. I vincoli finanziari ed i flussi di cassa.....	21
5. La tassazione ed i capitali all'estero.....	22
CAPITOLO 3.....	24
Osservazioni sul contesto italiano.....	24
1. I dati.....	24
2. I risultati.....	25
CONCLUSIONI	35
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	36

Introduzione

Questo elaborato si propone di trattare ed analizzare una tematica largamente dibattuta e sempre attuale tra gli studiosi di finanza aziendale ovvero quella del cash holding.

Con cash holding si intende l'insieme di tutti gli asset liquidi o facilmente liquidabili di una società: cassa e depositi bancari in primis, ma anche crediti e titoli contenuti nell'attivo corrente di stato patrimoniale e liquidabili non oltre i tre mesi.

Uno dei vantaggi principali nel detenere cospicue riserve di liquidità è la crescente capacità delle imprese di rinunciare a finanziamenti esterni, ma, come si vedrà in seguito, molti studi rilevano che detenere più denaro può generare seri problemi di agenzia e deve dunque essere discrezione degli agenti operare in linea con gli obiettivi dell'impresa e per le finalità prefissate.

Il tema è sempre stato largamente dibattuto poiché non esiste una dottrina univoca che tratti l'argomento: le variabili e motivazioni che spingono le imprese a detenere più o meno denaro liquido sono molte e, di fronte ad ogni caso specifico potrebbe prevalerne una diversa. La gestione della liquidità è una materia nella pratica piuttosto complessa e soggetta ad approcci diversi; come si vedrà nei primi due capitoli di questo elaborato, per manager e CFO non è mai facile adottare una politica considerando tutte le variabili esistenti.

Le disponibilità di liquidità aziendali sono solitamente determinate e influenzate da tre teorie della finanza aziendale: la teoria del trade off, la pecking order theory e la teoria dei free cash flow.

Secondo la teoria del trade off gli agenti hanno come obiettivo la massimizzazione del valore per gli shareholders, per determinare dunque il corretto livello di liquidità da detenere si considerano i ricavi marginali ed i costi marginali conseguenti alla detenzione di più liquidità.

Secondo la pecking order theory, Myers (1984), la prima opzione scelta delle società per finanziare i propri investimenti è data agli utili non distribuiti, in seguito si suggerisce il ricorso all'indebitamento e solo in ultimo luogo si ricorre al contributo dei soci ed alla quota azionaria. Quando le società avranno fondi sufficienti dalle attività operative, questi fondi saranno impiegati per finanziare i nuovi investimenti a VAN positivo: l'azienda, dunque, prima rimborserà il debito e poi accumulerà il denaro. Nel caso in cui i flussi di cassa o gli utili portati a nuovo non fossero sufficienti a finanziare nuovi progetti, l'impresa emetterà nuovo debito.

Infine, secondo la teoria dei free cash flow elaborata da Jensen nel 1986, i manager aziendali detengono liquidità per aumentare la quantità di attività sotto il loro controllo. Detenendo più

liquidità nelle attività correnti non è necessario raccogliere fondi per le opportunità di investimento. In questo modo gli agenti acquistano flessibilità nel processo decisionale e potrebbero investire in progetti disallineati dall'obiettivo aziendale, al limite per perseguire interessi personali.

Negli ultimi anni la tendenza più visibile è stata l'aumento generalizzato della detenzione di liquidità da parte delle aziende; in effetti, come dimostrato da Ranajee e Rajesh Pathak (2019) i livelli di cash holding sono significativamente più alti durante i periodi di crisi e l'ultimo decennio è stato notoriamente un periodo piuttosto complesso per l'economia mondiale.

Il principale obiettivo di questo elaborato, dopo alcuni iniziali e doverosi riferimenti alla letteratura, è quello di approfondire le determinanti del cash holding e le più varie cause che comportano cambiamenti ed influenzano i livelli di liquidità detenuta dalle aziende.

All'interno del terzo capitolo, inoltre, verranno interpretati, grazie alle teorie precedentemente illustrate e ad un modello di regressione ad effetti fissi, i dati raccolti da due campioni di società italiane, così da trovare una risposta ai seguenti quesiti:

Esiste un livello ottimale di liquidità detenuta, determinabile a priori?

Quali sono le conseguenze della liquidità sulle performance delle aziende italiane?

CAPITOLO 1

La gestione della liquidità secondo la letteratura

Prima di analizzare i due punti summenzionati è utile avere chiari i motivi per cui le imprese detengono liquidità; in accordo con la letteratura possiamo trovarne cinque principali: transaction motive, precautionary motive, agency motive, tax motive e speculative motive.

Questi punti sono di seguito analizzati singolarmente, facendo riferimento a pubblicazioni e studi sia storici che più recenti, con l'intento di darne sempre un'interpretazione critica ed esplicativa.

1. Transaction motive

Il motivo transattivo, inizialmente introdotto da Keynes (1936), ma ripreso anche da Myers e Majluf (1984), Dittmar et Al. (2003) ed Almeida et al. (2004), è legato essenzialmente alla detenzione di risorse per far fronte a costi e transazioni della gestione aziendale.

Si tratta forse di uno dei motivi più immediati e condivisi per cui un'impresa detiene liquidità; è chiaro che, maggiore sarà il numero di transazioni e l'importo effettivo dei costi che l'impresa deve sostenere, maggiore sarà la detenzione di liquidità in quanto risulterà più conveniente affidarsi all'autofinanziamento piuttosto che ricorrere a finanziamenti e capitali esterni.

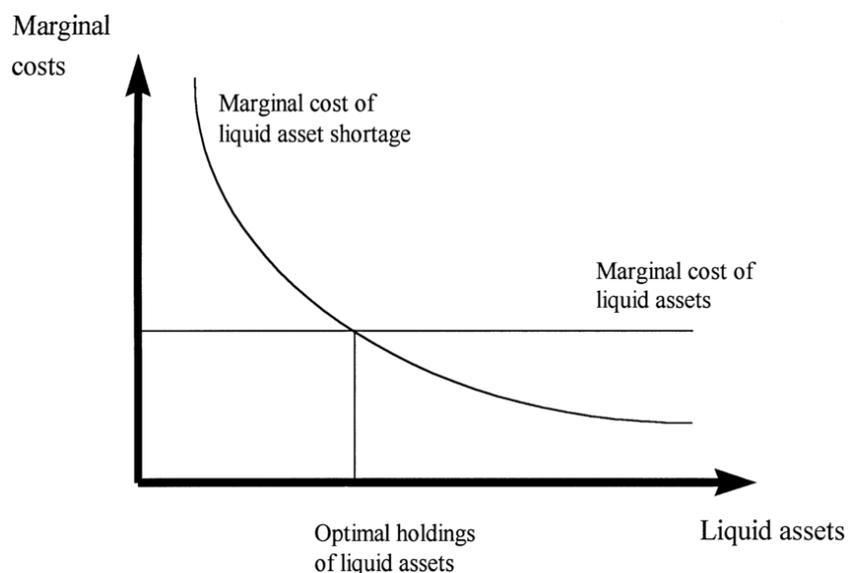


Figura 1 - Rappresentazione della quantità ottimale di liquidità secondo Opler et Al.

Nell'immagine tratta da "The determinants and implications of corporate cash holding", articolo pubblicato nel *Journal of Finance Economics*, da Opler et Al si evince come, secondo gli autori, la quantità ottimale di liquidità detenuta sia determinabile dall'intersezione tra la curva che rappresenta il costo marginale che comporta la scarsità di disponibilità liquide ed il costo marginale di queste. Più un'impresa necessita di liquidità esterna, più questo comporterà dei costi, non solo monetari, ma anche di gestione dell'azienda stessa, questo a causa dell'eventuale liquidazione di assets per reperire liquidità: non sempre l'opzione di ricorso al debito è percorribile o sostenibile.

In luce di quanto detto, è chiaro perché Keynes, pur non avendo descritto il fenomeno nelle modalità sopra riportate (figura 1), fosse sin dal 1936 un sostenitore del fatto che la scarsità di disponibilità liquide si traducesse in performance inferiori.

Bisogna in ogni caso tenere presente che, come esiste il fenomeno di scarsità di liquidità, esiste anche quello di eccesso di liquidità. Dal momento che il costo opportunità di detenere denaro liquido è direttamente proporzionale a quanto se ne detiene, le performance aziendali caleranno nel caso in cui si superasse il punto di ottimo. Imprese con un rapporto Cash / Assets troppo elevato tendono a non investire ingente parte delle loro attività pur di godere di grandi quantità di cash. Questo ne peggiora inevitabilmente la performance.

Una delle variabili che maggiormente incide sul cash holding secondo l'ottica del transaction motive sono le dimensioni delle imprese.

È in particolare Mulligan che nel 1997 in “Scale economies, the value of time, and the demand for money: longitudinal evidence from firms.” tratta il tema di come la grandezza delle imprese incida sul cash holding. Forti del loro potere contrattuale, ma anche delle garanzie e basi solide di cui dispongono, sembra che dalle evidenze vi sia un rapporto di proporzionalità inversa tra percentuale di liquidità detenuta e grandezza delle imprese. Inoltre, la dimensione dell'impresa è correlata a un altro insieme di fattori che influenzano i livelli di liquidità. In particolare, le imprese più piccole soffrono di asimmetrie informative più gravi e di più vincoli finanziari. In tali condizioni operative è più probabile che soffrano di difficoltà finanziarie. Quest'ultime sono causate anche da costi fissi elevati e questi costi sono proporzionalmente maggiori per le imprese più piccole come sostengono Ali e Yousaf (2013).

Ecco perché è teorizzata e verificata da Mulligan (1997) ed Ali e Yousaf (2013) l'esistenza di una relazione negativa tra dimensione dell'impresa e disponibilità liquide.

2. Precautionary motive

A differenza del transaction motive, il motivo precauzionale non è stato adeguatamente affrontato a livello teorico nella letteratura, Han e Qiu (2007); è stato ad esempio documentato empiricamente da Opler et Al. (1999) che la volatilità di cash flow nel settore di riferimento è direttamente proporzionale alla quantità di liquidità detenuta. Inoltre, Mikkelsen e Partch (2003) hanno dimostrato, sempre empiricamente, che imprese con grandi quantità di cash holding non hanno necessariamente performance peggiori.

Nessuno studio, tuttavia, è riuscito a definire una specifica analisi teorica del legame tra liquidità detenuta ed incertezza dei flussi di cassa.

Tentando comunque di partire da alcuni fondamenti teorici potrebbero venire in mente le tesi di Modigliani e Miller. Secondo questi non avrebbe senso per un'impresa detenere liquidità in eccesso poiché, in presenza di mercati perfettamente funzionanti, il costo del denaro reperibile in caso di bisogno non sarebbe superiore al valore equo.

Purtroppo, però, non trovandoci in condizioni di perfetto funzionamento dei mercati, non si possono considerare le tesi di Modigliani e Miller come realistiche. Nella realtà, infatti, non è possibile reperire capitale al suo vero valore, senza costi aggiuntivi e dunque la tesi secondo

cui un'impresa dovrebbe detenere la liquidità minima per poter svolgere le attività di ordinaria gestione cade. Le imprese sono obbligate dall'assenza di mercati perfetti a detenere eccedenze di liquidità a scopo precauzionale, questo in particolare per imprese finanziariamente vincolate.

Per un'impresa già finanziariamente vincolata è complesso ottenere dei finanziamenti esterni e l'unico modo per poter effettuare nuovi investimenti sarebbe quello di ridurre gli investimenti correnti o di utilizzare della liquidità che detiene in eccesso proprio a questo scopo. Pertanto, un aumento della futura volatilità dei flussi di cassa porta l'impresa vincolata ad essere più prudente ed aumentare le disponibilità liquide per maggiori investimenti futuri diminuendo quelle attualmente investite.

Il motivo precauzionale di detenzione di liquidità crea dunque una relazione positiva tra disponibilità liquide e volatilità dei flussi di cassa mentre prevede una relazione negativa tra gli investimenti correnti e la volatilità dei flussi di cassa per un'impresa finanziariamente vincolata.

Il prezzo da pagare quando viene intrapresa una simile strategia è però alto: le aziende più piccole, con cash flow più incerto o con significative opportunità di investimento e crescita detengono mediamente più liquidità (Ali e Yousaf, 2013). Tuttavia, la detenzione di attività liquide richiede alle imprese il pagamento di una sorta di “premio di liquidità”: questo consiste essenzialmente nel tasso di rendimento inferiore generato dalle risorse detenute sotto forma liquida. Quando le aziende scelgono di detenere attività liquide a basso rendimento incorrono in costi di opportunità simili soprattutto rinunciando investimenti redditizi Ferreira e Vilela (2004).

Il precautionary motive è in realtà fortemente intrecciato al precedente ed ai successivi motivi di detenzione della liquidità. Il principio precauzionale, il costo opportunità che comporta detenere eccedenze di liquidità e l'incremento del suddetto costo a causa dell'innalzamento dei tassi di interesse sono argomentazioni che insieme accompagnano costantemente ogni tema in materia di cash holding.

3. Agency motive

A differenza del precedente, l'agency motive è stato largamente dibattuto a livello teorico nella letteratura. Il primo a trattarlo fu Adam Smith che, nel 1776, scrisse: “Gli amministratori delle società per azioni sono gli amministratori del denaro di altre persone piuttosto che del proprio.

Non ci si può aspettare che portino quella vigilanza precisa e attenta che spesso gli associati portano nella gestione dei loro fondi”.

L'agency motive ha dunque a che fare con la cattiva gestione delle imprese da parte di manager e/o azionisti di controllo, che spesso tendono a far prevalere interessi personali piuttosto che intraprendere strategie coerenti con gli obiettivi aziendali.

Secondo le teorie dell'agenzia i manager che controllano l'azienda agiranno sempre nel loro interesse. Se gli interessi degli azionisti e dei manager (anche chiamati agenti) non sono perfettamente allineati, le azioni di questi ultimi saranno in conflitto con gli interessi degli azionisti e si dovrà dunque affrontare un problema di agenzia. In caso di assenza di una governance aziendale efficiente e adeguata i manager possono agire per ottenere vantaggi personali. Secondo Myers e Rajan (1998) le attività liquide sono più facili da trasformare in benefici privati rispetto ad altre attività e sono quindi adatte a misurare l'entità di eventuali benefici personali degli agenti. Questi, infatti, sono poco propensi a distribuire eventuale liquidità in eccesso agli azionisti ma bensì preferiscono che resti all'interno della società così da poterne avere il controllo e gestirla per effettuare operazioni non pienamente in linea con l'interesse aziendale.

La liquidità detenuta, a causa di queste motivazioni, avrà dunque un valore inferiore. Si prevede infatti che una parte delle disponibilità liquide di un'impresa potrà essere persa sotto la forma di beneficio privato in futuro (verso manager e/o azionisti di controllo) e per questo la liquidità dovrebbe essere valutata con uno sconto dagli azionisti di minoranza. Di conseguenza è lecito sostenere che la liquidità valga meno nei paesi con scarsa protezione degli azionisti se consideriamo il livello di disponibilità liquide detenute come conseguenza di un problema di agenzia.

In merito a questo, è da segnalare la ricerca di Pinkowitz et al., pubblicata nel 2006, all'interno della quale viene ripresa la tesi secondo la quale il grado di tutela e protezione degli investitori di minoranza è una determinante della quantità di liquidità detenuta dalle imprese e, di conseguenza, del valore percepito di questa. I risultati non hanno smentito questa ipotesi: è stato dimostrato, attraverso lo studio dei dati provenienti da diversi paesi, che, in paesi con forte tutela degli investitori, un dollaro in attività liquide ha un valore percepito di circa \$0,95 mentre in paesi con una protezione limitata degli investitori, lo stesso dollaro vale mediamente \$0,29.

È stato dimostrato che gli investitori, dunque, tengono fortemente in considerazione i rischi di agenzia se accentuati da una scarsa legislazione in materia e presumono che non beneficeranno interamente della liquidità detenuta dalle aziende.

In accordo con questo assunto, la ricerca si è spinta a dimostrare che l'aumento di \$1 nel rapporto dividendi / attività tende ad essere associato a un market to book ratio di circa \$10 che è decisamente elevato. In regimi di tutela dell'investitore più forti, infatti, i market to book ratio delle società aumentano di circa \$4 per ogni dollaro di aumento del rapporto dividendi / attività. Questo fenomeno è causato da una sorta di "premium value" attribuito dagli azionisti ai dividendi. In effetti, nel momento in cui una società paga dei dividendi, il denaro in uscita non è deprezzabile o contaminabile da problemi di agenzia sotto forma di benefici od interessi privati dei manager.

In ogni caso non è mai semplice riuscire a identificare il vero motivo per cui una grande quantità di assets sono detenuti sotto forma di attività liquide. Discernere la liquidità detenuta a scopo precauzionale da un eccesso di liquidità dovuto a problemi di agenzia è complesso, in particolar modo se si considera che spesso il denaro detenuto a scopo precauzionale è dovuto a situazioni di costrizione finanziaria originate da rapporti tra imprese ed istituti finanziari non sempre noti ad un analista esterno.

È stato recentemente analizzato da Xixiong Xu et al. nel 2019, il motivo per cui un campione di aziende cinesi dal 2007 al 2015 dimostra che società con CFO di sesso femminile detengono mediamente più liquidità. Grazie a questa ricerca si è tentato in particolare di analizzare se le motivazioni che spingono CFO donne a detenere più liquidità fossero di natura precauzionale o dovute a problemi di agenzia. Le conclusioni sono piuttosto deboli: innanzitutto l'associazione positiva tra CFO donne e disponibilità di liquidità aziendale è presente tendenzialmente nelle imprese finanziariamente vincolate, il che potrebbe facilmente riferirsi al precautionary motive, inoltre, tesi piuttosto opinabile e non scientifica, vengono presentati dalla ricerca come caratteristiche delle donne CFO i tratti di conservatorismo e avversione al rischio.

È evidente, ad ogni modo, che distinguere l'agency motive dagli altri motivi di detenzione della liquidità sia molto complesso e, forse, una piena demarcazione è impossibile da tracciare a causa della soggettività della materia.

4. Tax motive

Per Tax motive si intende il fenomeno per cui imprese multinazionali preferiscono detenere attività liquide all'estero per evitare il pagamento delle cosiddette "tasse di rimpatrio".

Questo fenomeno è stato approfondito da Foley et Al. (2007): dalla loro ricerca sulle società multinazionali statunitensi è emerso che le filiali nei paesi con i bassi tassi di imposta detengono più contanti che altre filiali della stessa ditta.

Questo è dovuto al fatto che alcuni paesi, per attirare capitali ed investimenti, adottano una tassazione territoriale. La tassazione territoriale, adottata da paesi come Irlanda, Malta, Filippine, Panama ed Hong Kong, è particolarmente attraente perché, nel momento in cui una società registrata all'interno dei paesi citati generasse reddito al di fuori del loro territorio nazionale, allora quel reddito sarebbe esente dalla tassazione. Si deve inoltre aggiungere che tali paesi garantiscono di per sé una tassazione in ogni caso più blanda rispetto agli Stati Uniti ed alla maggior parte dei paesi europei.

Tornando alle multinazionali statunitensi, la regolamentazione in tema fiscale impone alle imprese multinazionali il pagamento dell'aliquota residua agli U.S.A. nel caso di rimpatrio di capitali ottenuti dall'attività economica su suolo internazionale, è dunque per questo che risulta che le filiali nei paesi con i più bassi tassi di imposta detengono più liquidità che altre filiali della stessa ditta Foley et Al. (2007).

Ad esempio, un'impresa statunitense, dove la tassazione per le imprese corrisponde al 35%, che generasse del reddito a Panama, luogo in cui la tassazione massima per le imprese non partecipate dallo Stato è del 25%, nel rimpatriare il capitale ottenuto sarebbe obbligata a versare agli Stati Uniti d'America lo scarto tra la tassazione americana e quella panamense, in questo caso equivalente ad una aliquota marginale ed aggiuntiva del 10%.

Appare dunque conveniente per le imprese non rimpatriare il denaro generato in paesi in cui le imposte sono inferiori se nei paesi di origine non vige la tassazione territoriale. Nell'esempio appena citato, infatti, se al posto degli Stati Uniti si fosse trattato di un qualsiasi paese con tassazione del reddito territoriale, allora il rimpatrio del capitale non avrebbe generato costi fiscali aggiuntivi e nello studio della gestione della liquidità aziendale non ci sarebbe stata la variabile distorsiva legata al tax motive.

Infine, Altshuler e Newlon (1993) non trovano affatto trascurabile l'effetto dei costi di rimpatrio sui dividendi pagati dalle società. In particolare, la sopracitata ricerca, effettuata su un campione di imprese statunitensi nel 1986, giunge al risultato secondo cui, se le imprese dovessero pagare tasse di rimpatrio, solo il 19% di queste pagherebbe dei dividendi, al contrario, nel caso in cui il rimpatrio di capitale non fosse soggetto a tassazione, la percentuale di imprese disposta a pagare i dividendi salirebbe al 31,3%.

Uno dei paesi europei preferiti dalle holding per le caratteristiche del suo regime fiscale è l'Olanda. Ha suscitato parecchio scalpore nel nostro Paese il fatto che molte società come FCA e Mediaset (MFE) hanno trasferito la loro sede legale in Olanda.

Di seguito uno schema comparativo tra la legislazione fiscale italiana ed olandese, Galullo e Mincuzzi, Il Sole 24 Ore (2019).

	Italia	Olanda
Aliquota	Aliquota ordinaria: 24%	20% fino a euro 200.000 di reddito annuo imponibile. 25% per importi superiori a tale valore.
Dividendi in entrata	Gli utili distribuiti da una società non residente generalmente non concorrono per il 95% del loro ammontare alla formazione del reddito, nel rispetto di determinati requisiti (tassazione effettiva dell'1.20%).	Gli utili distribuiti da una società non residente generalmente non concorrono alla formazione del reddito, nel rispetto di determinati requisiti.
Capital gains da cessione partecipazioni non residenti	Le plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni in società non residenti generalmente non concorrono alla formazione del reddito per il 95% del loro ammontare, nel rispetto di determinati requisiti (tassazione effettiva dell'1.20%).	Le plusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni in società non residenti generalmente non concorrono alla formazione del reddito, nel rispetto di determinati requisiti.
Interessi in uscita	Ritenuta ordinaria 26%. Possibilità di beneficiare dell'esenzione o di un'aliquota ridotta ai sensi della direttiva interessi-royalty. Possibilità di beneficiare delle aliquote ridotte ai sensi delle convenzioni per evitare le doppie imposizioni.	Esenzione da ritenute
Royalties in uscita	Ritenuta ordinaria del 30% sul 75% della royalty corrisposta. Possibilità di beneficiare dell'esenzione o di un'aliquota ridotta ai sensi della direttiva interessi-royalty. Possibilità di beneficiare delle aliquote ridotte ai sensi delle convenzioni per evitare le doppie imposizioni.	Esenzione da ritenute
Dividendi in uscita	Ritenuta ordinaria 26%. Generalmente, ritenuta del 1.20% per utili distribuiti a società residenti in uno Stato Membro dell'Ue. Possibilità di beneficiare dell'esenzione o di un'aliquota ridotta ai sensi della direttiva madre - figlia. Possibilità di beneficiare delle aliquote ridotte ai sensi delle convenzioni per evitare le doppie imposizioni.	Generalmente esenzione da ritenute.
Società controllate estere (Cfc)	Si	No

Figura 2 - Differenze nella tassazione tra imprese italiane ed olandesi

5. Speculative motive

Il motivo speculativo è introdotto da Keynes (1936) che lo propone come correlazione tra i tassi di interesse e la quantità di liquidità detenuta. In particolare, le imprese rispondono alle previsioni di aumento dei tassi di interesse per cogliere opportunità di investimento future.

Come ricordano La Rocca, Cariola e Staglianò (2012) vi è un rapporto di proporzionalità inversa tra domanda di moneta e tassi di interesse, che rappresentano il costo del detenere attività liquide. Se sono dunque previsti aumenti dei tassi di interesse, è preferibile raccogliere le opportunità fornite da questa condizione, senza detenere eccessive quantità di liquidità. Nel caso in cui, al contrario, un'impresa si trovasse in una condizione economica di bassi tassi di interesse, sarebbe più incentivata a detenere liquidità, a scopo transattivo, precauzionale o semplicemente perché non troverebbe vantaggioso impiegare il denaro in attività rischiose senza che il premio del mercato sia sufficiente a giustificare il rischio.

Il meccanismo in questo caso è duplice: in aggiunta alle questioni appena menzionate, è bene tenere sempre a mente che, a causa dell'inflazione, la moneta perde valore nel tempo. Nel momento in cui un'impresa detiene denaro liquido sta dunque in qualche modo pagando un costo per questa scelta, più o meno alto a seconda del livello dell'inflazione.

Perché dunque le imprese detengono denaro, nell'ottica speculativa, se detenerlo è un costo?

Questo avviene quando le imprese ritengono che la detenzione di denaro sia l'opzione meno rischiosa per la gestione della liquidità. In particolare, nell'ultimo decennio, in cui i tassi di interesse si sono appiattiti sempre più a ridosso dello zero arrivando anche al di sotto di esso, appare sconveniente per un'impresa impiegare il denaro in eccesso se le opportunità di investimento sono scarsamente remunerate. In tale contesto è di gran lunga preferibile detenere il denaro per la gestione corrente e futura ed attendere il futuro rialzo dei tassi, quando il costo opportunità di detenere moneta diverrà più alto, così da poter approfittare di una condizione più favorevole per impiegare la liquidità.

6. Una lettura diversa

Un approccio diverso al cash holding è quello secondo il quale, in realtà, tutti i principi precedentemente citati vadano letti in funzione del settore di riferimento in cui operano le imprese; in questo modo, dunque tutti i motives summenzionati continuerebbero a valere, ma sarebbero spiegati più facilmente da una causa comune.

Per dare un'idea di come il settore di riferimento incida sulle strategie di gestione della liquidità sono state selezionate le imprese italiane quotate con fatturato, nel 2019, maggiore di 50 milioni

di euro, ne è stato analizzato il rapporto Cash / Assets e sono state raggruppate le medie per codice NAICS.

Le informazioni ed i dati provengono dalla piattaforma Aida.

Di seguito i risultati:

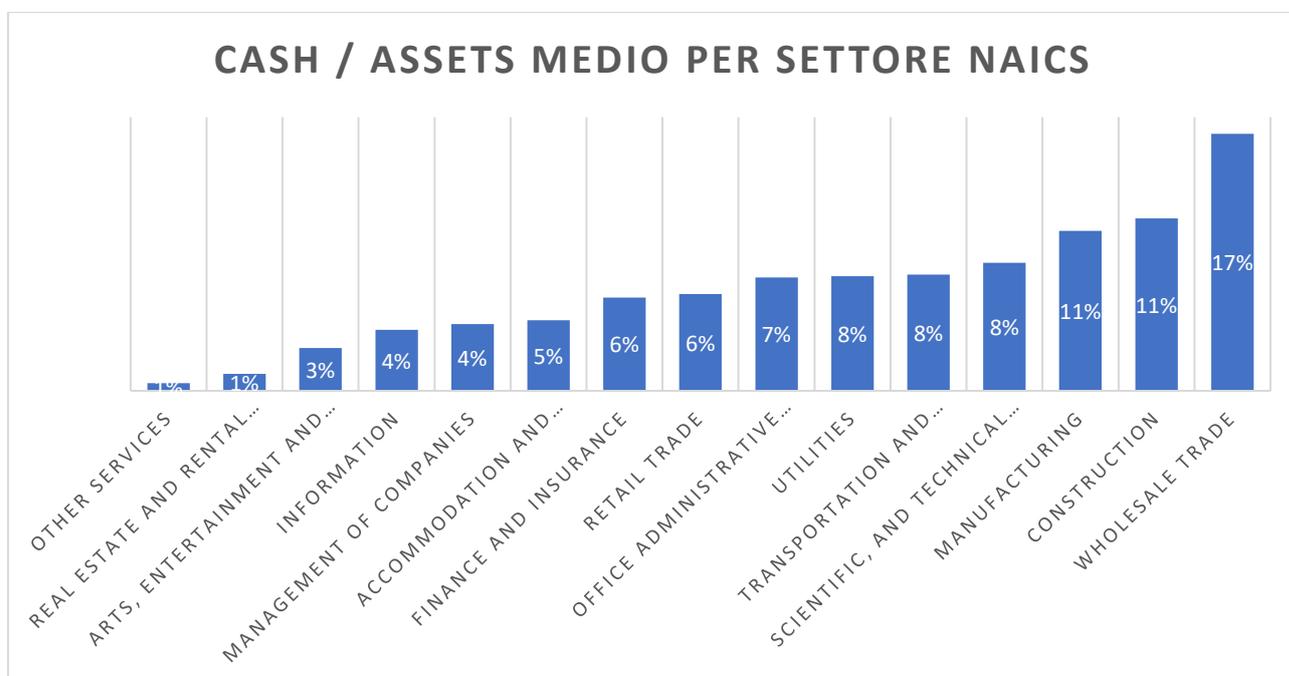


Figura 3 - Distribuzione del rapporto cash/assets per le imprese italiane con fatturato maggiore di 50 milioni di euro

Come atteso, i valori dell'indicatore Cash/Assets sono particolarmente eterogenei; un'altra evidenza, anch'essa preventivamente ipotizzabile, è che settori come quello manifatturiero ed industriale detengono in media un rapporto tra disponibilità liquide e totale attivo maggiore. Queste evidenze si sposano con le teorie precedentemente citate in quanto nei settori in cui sono necessarie numerose transazioni, e di valore elevato, risulta mediamente la tendenza per le imprese a detenere maggiore liquidità. Costi come l'acquisto di materie prime e semilavorati, il pagamento dei dipendenti e le spese per il trasporto dei prodotti finiti sono sicuramente maggiori per le imprese facenti parte dei settori che occupano le colonne più a destra del grafico.

È la ricerca di Lin, in particolare, pubblicata nel 2014, che vuole leggere le differenze di cash holding tra le imprese come conseguenza dei diversi settori di cui quest'ultime fanno parte. Inoltre, oltre alle caratteristiche intrinseche del settore che condizionano le quantità di liquidità da detenere, il cash holding sarebbe influenzato anche dalle aspettative future di crescita del settore. In quest'ottica la quantità di liquidità detenuta diventa una conseguenza delle

aspettative degli agenti riguardo al settore in cui operano: in caso questi volessero essere previdenti detterebbero più liquidità, in caso di buone prospettive di crescita il denaro sarebbe investito. Sarebbero così più razionalmente motivati il precautionary motive, il transaction motive e lo speculative motive.

CAPITOLO 2

Le determinanti del cash holding

In questo capitolo verranno ulteriormente approfondite le determinanti dei livelli di cash holding; alcune, già citate, saranno trattate in maniera slegata dai motives descritti all'interno del capitolo precedente. In questo modo, dunque, risulterà più facile avere una panoramica generale di tutte le variabili che incidono sulle decisioni prese in merito alla liquidità.

1. La dimensione aziendale

Come accennato all'interno del primo capitolo, è Mulligan che nel 1997 in "Scale economies, the value of time, and the demand for money: longitudinal evidence from firms." affronta il tema della relazione tra dimensione aziendale e potere contrattuale, trovando una proporzionalità inversa tra liquidità detenuta e grandezza delle imprese.

Non è però questa l'unica ricerca che ha approfondito questo tema; già nel 1966 il modello descritto da Miller e Orr percorre la tesi secondo la quale esistono economie di scala nella gestione delle politiche di cash holding confermando che aziende di piccole dimensioni, a parità di financial constraints, hanno costi maggiori nel reperire liquidità sul mercato, poiché garantiscono intrinsecamente meno stabilità di aziende di dimensioni maggiori.

È però da considerare che risulta complesso confrontare alla pari aziende di grandi e piccole dimensioni, va tenuto presente infatti che la dimensione dell'impresa è correlata ad un insieme di fattori che influenzano i livelli di liquidità. Le aziende più piccole soffrono di asimmetrie informative più gravi Berger et al. (2001), di vincoli finanziari Whited (1992), più probabilmente di difficoltà finanziarie, e queste si traducono in costi fissi più elevati. La relazione negativa tra dimensione delle imprese e quantità di liquidità detenuta non è quindi una diretta conseguenza della dimensione, bensì deriva da una serie di concause conseguenti alle dimensioni limitate delle imprese.

È così che viene gestita la variabile della dimensione aziendale da Drobetz e Grüninger (2007): si assume che la dimensione dell'impresa sia una proxy inversa sia del grado di asimmetrie

informativa che del costo del finanziamento esterno. Drobetz e Grüninger arrivano quindi alla conclusione secondo la quale le imprese più piccole detengono una quantità di liquidità maggiore rispetto alle imprese più grandi. Questa affermazione è anche giustificata dal presupposto che le imprese più grandi tendono ad essere più diversificate, il che implica che avranno meno probabilità di subire difficoltà finanziarie. Imprese di minori dimensioni, al contrario, poiché in possesso di asset specifici, riescono a liquidarli con meno facilità, ed anche per questa ragione detengono in media più liquidità a scopo precauzionale.

2. La gestione dei dividendi ed il valore per gli azionisti

Non sono state evidenziate, nella letteratura, evidenze empiriche che descrivono con certezza una relazione causa – effetto (positiva o negativa) tra i dividendi emessi e la quantità di liquidità detenuta dalle aziende, è però opinione comune che questa variabile incida pur sempre nelle dinamiche di cash holding.

Il motivo alla base di questa determinante è quello precauzionale. Secondo Ozkan e Ozkan (2004) le imprese che distribuiscono regolarmente dividendi detengono statisticamente più liquidità di imprese non soggette alla distribuzione di questi ed il motivo è intuitivo: le prime vogliono evitare di trovarsi in situazioni di assenza di disponibilità liquide e di non riuscire quindi a pagare i dividendi che gli azionisti si aspettano.

Un'interpretazione ulteriore è che le imprese che distribuiscono regolarmente dividendi, in situazione di mancanza di liquidità, potranno contare su iniezioni di liquidità gratuita semplicemente interrompendo per alcuni esercizi la distribuzione di dividendi. Se l'intera problematica venisse così interpretata allora la relazione tra dividendi e liquidità sarebbe inversa. Questo approccio può apparire un po' limitante: non viene preso in considerazione come la variazione nelle politiche dei dividendi influisca sulla redditività aziendale, viene bensì semplicemente appurato che se un'impresa paga meno dividendi allora detiene meno disponibilità liquide. Il cash holding sarebbe semplicemente un modo per raccogliere fondi in situazioni di difficoltà e crisi che permette di evitare di ricorrere al mercato dei capitali, alternativa che, come si ricorda, è costosa e vincolante. Tuttavia, se un'impresa che distribuisce dividendi intendesse reperire liquidità sul mercato dei capitali, incontrerebbe costi e difficoltà minori rispetto ad una che non ne distribuisce, Drobetz e Grüninger (2007). Con la loro ricerca, inoltre, Drobetz e Grüninger hanno rilevato una leggera correlazione positiva tra pagamenti di

dividendi e disponibilità liquide, questa, a loro avviso, riflette la riluttanza delle aziende che pagano dividendi a tagliare i pagamenti in momenti di difficoltà.

Allo stesso modo, anche Ali e Yousaf (2013) hanno riscontrato, tra le aziende tedesche, una correlazione positiva tra il coefficiente di pagamento dei dividendi e le disponibilità liquide. Il risultato, secondo la loro interpretazione, indica che le aziende tedesche che pagano dividendi tendono a detenere più liquidità di quelle che non ne pagano, probabilmente a scopo precauzionale: una lettura, dunque, pienamente in linea con quella di Ozkan e Ozkan (2004).

Come anticipato all'interno del primo capitolo, gli azionisti di minoranza attribuiscono diverso valore ai dividendi emessi ed al cash holding delle aziende a seconda di alcune variabili riguardanti il grado di tutela degli investitori ed eventuali problemi di agenzia. Gli investitori sono infatti consapevoli che la liquidità interna ha meno valore e ha più probabilità di venire utilizzata in modo inefficiente od improprio a causa di atteggiamenti opportunistici degli agenti. Le imprese che hanno nel tempo abituato gli shareholders al pagamento di dividendi saranno piuttosto restie ad interrompere i pagamenti. In primo luogo, gli azionisti perderebbero il premium value che attribuiscono ai dividendi, come citato nel primo capitolo, inoltre richiederebbero che i mancati dividendi, specialmente in paesi con bassa protezione per gli investitori, si traducevano in maggiori problemi di agenzia e strategie non coerenti con gli obiettivi aziendali da parte dei manager e degli agenti in generale.

3. Il rapporto di indebitamento

Quando le esigenze di investimento di un'azienda superano la capacità di questa di perseguirle con il proprio capitale, allora si ricorre a capitale di terzi e si registra un incremento dell'indebitamento. Con rapporto di indebitamento si intende il rapporto, appunto, tra capitale di terzi e capitale proprio; nel caso questo fosse maggiore di 1 significherebbe che l'impresa in questione detiene più capitale di terzi che proprio e si affida dunque sistematicamente a rapporti di indebitamento con il mercato e gli intermediari finanziari.

Non è presente un pensiero condiviso tra tutti gli studiosi circa la relazione tra rapporto di indebitamento e cash holding, verranno perciò di seguito presentate alcune delle principali osservazioni che, ad ogni modo, evidenziano sicuramente una stretta relazione tra leverage e quantità di liquidità detenuta.

Un punto di vista degno di nota è quello secondo il quale, poiché i rapporti di indebitamento causano costi, all'aumentare del rapporto tra capitale di terzi e capitale proprio aumenteranno anche i livelli di cash holding; questi verranno utilizzati per rimborsare regolarmente il debito e pagare gli interessi secondo i piani di ammortamento.

D'altro canto, ricorrere al debito aumenta, nel breve termine, le disponibilità liquide delle imprese. Detenere quindi una quantità maggiore di disponibilità liquide porterebbe ad un eccesso di liquidità, essendo il contante una forma di finanziamento a basso costo per le imprese, Ozkan e Ozkan (2004). Secondo questa corrente di pensiero, dunque, il debito appare per certi versi "sostituto" delle disponibilità liquide, essendo entrambe forme di finanziamento. Questa teoria non appare tuttavia pienamente condivisibile in quanto nessuna impresa prenderebbe mai del capitale a prestito per detenerlo sotto forma di contante, al contrario è comune che le aziende ricorrano ad un prestito per investire in progetti il cui ROA superi il tasso di interesse al quale si prende in prestito il denaro.

Per affrontare la disputa da una diversa prospettiva si può senz'altro affermare che, per un'impresa, indebitarsi significa in ogni caso aumentare i controlli e la sorveglianza da parte di banche, autorità, ma anche da parte degli shareholder e dei potenziali nuovi investitori. Ricorrere al capitale di rischio risulta quindi essere una scelta che potrebbe ripercuotersi in maniera positiva o negativa anche sul sentiment degli investitori. Una scelta, questa, da ponderare anche per quanto riguarda il risk management: operare con un alto leverage permette di avviare progetti di investimento che non sempre si sarebbero potuti intraprendere ma comporta anche un rischio di natura finanziaria non indifferente. Infine, un rapporto troppo alto tra capitale di terzi e capitale proprio impatta sull'operatività dell'impresa negli anni a seguire e per molti esercizi potrebbe dunque compromettere la redditività futura.

Le scelte in merito a come finanziare le opportunità di investimento impattano fortemente sulle scelte degli agenti in merito al cash holding. Come detto, la discriminante sta nel determinare se finanziarsi con capitale interno o esterno ed eventualmente in che misura.

A livello strettamente economico risulta ovviamente più conveniente il finanziamento con fondi interni che risultano meno costosi; è però da considerare che la liquidità interna è una risorsa limitata ed i manager dovranno decidere tra il costo opportunità di rinunciare ad alcuni investimenti ed il costo del capitale reperito a prezzo di mercato. È comune che in questa occasione sorgano i problemi di agenzia poiché non è sempre chiaro se gli agenti decidono di detenere più alti livelli di liquidità per proprio tornaconto o per ragioni precauzionali.

4. I vincoli finanziari ed i flussi di cassa

A questo proposito dopo aver discusso gli effetti della scelta tra capitale proprio e capitale di terzi, è bene introdurre brevemente il tema dei vincoli finanziari. Vengono di seguito analizzate le conseguenze ed i vincoli che la scelta di finanziarsi con capitale di terzi porta con sé.

Il tema dei vincoli finanziari era stato precedentemente affrontato nel primo capitolo riguardo al precautionary motive, affermando che, per società fortemente vincolate, è essenziale detenere un'ingente quantità di disponibilità liquide per potersi autofinanziare e non intaccare con ulteriore indebitamento la già debole posizione finanziaria netta.

Se le imprese non dovessero affrontare vincoli finanziari di indebitamento allora finanzierebbero gran parte dei propri investimenti ricorrendo a capitale di debito, poiché non dovrebbero preoccuparsi di detenere liquidità per eventuali futuri progetti a valore attuale netto positivo.

Tuttavia, dal momento che le imprese sono costrette ad affrontare dei costi nel caso in cui ricorrano a prestiti e capitale di terzi, è ragionevole che esse detengano sempre alcune disponibilità liquide per approfittare di eventuali opportunità di investimento ed impiego del denaro, senza legarsi a costi per il finanziamento che perdurano negli esercizi futuri.

In merito ad i costi che il finanziamento con fondi terzi comporta, questi variano al variare delle informazioni di cui gli istituti finanziari dispongono.

Questi, infatti, hanno a disposizione una serie di informazioni aggiuntive sulle imprese che consente loro di poter ponderare se concedere o meno finanziamenti ed a che costo.

È lecito supporre, dunque, che nel caso in cui un'impresa riesca a reperire fondi tramite finanziamenti, quest'ultima viva una condizione di sicurezza che consente agli istituti finanziari di concedere liquidità in prestito senza rischi eccessivi.

Dalla pubblicazione di Horioka e Terada-Hagiwara (2013) che analizza i dati finanziari delle imprese asiatiche dal 2002 al 2011 emerge sia che le aziende prese in considerazione risparmiano di più quando sono finanziariamente vincolate, sia che risparmiano gran parte dei cash flow prodotti per finanziare investimenti futuri. Queste osservazioni si indeboliscono all'aumentare della grandezza delle imprese ed al diminuire del loro grado di vincoli finanziari.

Mentre, come appena detto, un'impresa finanziariamente vincolata aumenterebbe le proprie disponibilità liquide in risposta ad un aumento dei flussi di cassa, un'impresa che non ha particolari vincoli finanziari non aumenterebbe i cash holding in risposta ad un aumento dei cash flows, questo perché i manager della seconda società sono consci che hanno già le disponibilità liquide necessarie per affrontare futuri progetti di investimento e dunque l'elasticità delle disponibilità liquide all'aumento dei cash flows è pressoché nulla.

Al contrario, un'impresa finanziariamente vincolata tenderà ad aumentare le proprie disponibilità liquide ove questo fosse possibile, per assicurarsi di poter far fronte ai propri vincoli e approfittare di future opportunità senza dover rinnovare legami di debito con gli istituti finanziari.

Riddick e Whited (2009), al contrario, giungono alla dimostrazione di come la sensibilità della liquidità detenuta ai flussi di cassa sia prossima allo zero per aziende finanziariamente vincolate. La sostanziale differenza alla base di questi due risultati risiede nel fatto che, per quest'ultimo, si presuppone che l'impresa finanziariamente vincolata affronti uno shock della produttività che renderà il capitale più produttivo e farà aumentare i cash flows prodotti. Dal momento che il capitale dell'impresa è a questo punto più produttivo, i manager tenderanno ad impiegare la liquidità in progetti di investimento, ecco spiegato perché secondo le evidenze di Riddick e Whited non vi è correlazione positiva tra flussi di cassa e cash holdings.

È opinione comune, tuttavia, che ci sia una correlazione positiva tra incertezza dei flussi di cassa e cash holding. Di fronte ad incerti flussi di cassa attesi appare ragionevole per ogni azienda tutelarsi aumentando le disponibilità liquide, ove possibile. È per questo che imprese il cui business comporta flussi di cassa altamente volatili deterranno mediamente più riserve di liquidità a breve termine.

È dunque dimostrato che il segno della correlazione tra flussi di cassa e disponibilità liquide è ambiguo e dipende da due principali fattori: se l'impresa in questione è in condizione di vincoli finanziari e se gli aumenti di cash flow siano dovuti ad aumenti della produttività.

5. La tassazione ed i capitali all'estero

Come ultime determinanti del cash holding non è possibile ignorare alcuni approfondimenti riguardo il tax motive, analizzato nel capitolo precedente. In quell'occasione si è fatto presente

e spiegato il motivo per cui numerose aziende multinazionali detengono grandi disponibilità liquide in filiali estere, a causa dei diversi e più favorevoli regimi di tassazione che caratterizzano alcuni paesi e per evitare le cosiddette tasse di rimpatrio.

In realtà, negli ultimi anni in particolare, è sempre più comune per le imprese multinazionali adottare pratiche di elusione fiscale così da rimpatriare più capitali possibili senza che questi vengano tassati. È infatti più produttivo e utile detenere la maggior parte del capitale nel paese in cui le imprese hanno la sede principale.

L'elusione fiscale è interpretabile come una vera e propria fonte di reddito per le imprese: fondi destinati alle casse dello stato che riescono invece ad essere interamente o in parte recuperati dalle imprese risultano vero e proprio utile, come se all' EBIT venisse risparmiato parte del decremento dovuto alle taxes prima di diventare net profit.

Nel 1998 Mills et al fornirono addirittura la prova che ogni dollaro investito nelle strategie di pianificazione ed elusione fiscale porta alle imprese, in media, 4 dollari in meno nel computo delle tasse dovute. È certo, dunque, che grande investimento di risorse su pianificazione ed elusione fiscale porti alle aziende maggiori flussi di cassa, i quali possono tradursi in maggiore cash holding o in maggiori investimenti ad aumentare, in futuro, i flussi di cassa.

Appare tuttavia per gli studiosi piuttosto complesso studiare la correlazione tra le pratiche di elusione fiscale ed il cash holding. Come illustrato da Chen et al (2011) all'aumentare delle pratiche di elusione fiscale promosse da un'azienda diminuisce la trasparenza delle informazioni su di essa. È infatti grazie alla poca trasparenza che le pratiche di elusione fiscale risultano percorribili.

L'opacità e l'occultamento delle informazioni rende dunque arduo il lavoro di ricerca e studio di come questo fenomeno impatti sulle disponibilità liquide detenute dalle aziende; inoltre, tale contesto si presta facilmente a problemi di agenzia per cui i manager, grazie a strutture complesse atte a rendere le informazioni nebulose, perseguono obiettivi di natura personale.

È chiaro, dunque che, poiché informazioni meno limpide vanno di pari passo con le asimmetrie informative, eventuali flussi di cassa in eccesso verranno valutati al ribasso dagli azionisti, come avviene in paesi con scarsa protezione degli investitori (si veda quanto detto all'interno del terzo paragrafo del capitolo precedente).

CAPITOLO 3

Osservazioni sul contesto italiano

All'interno di quest'ultimo capitolo, come anticipato, verranno analizzati alcuni dati raccolti da due campioni di aziende italiane, interpretandoli grazie ad un modello di regressione ad effetti fissi ed agli strumenti teorici precedentemente illustrati per tentare di rispondere alle seguenti domande:

Esiste un livello ottimale di liquidità detenuta, determinabile a priori?

Qual è la correlazione tra quantità di liquidità detenuta e performance per le aziende italiane?

1. I dati

I campioni utilizzati raccolgono dati estratti dalla piattaforma AIDA che vanno dal 2012 al 2020. Sicuramente per quanto riguarda l'anno 2020 ci si aspetta di riscontrare una deviazione sensibile dal trend degli esercizi precedenti in termini di fatturato e performance dovuta all'impatto economico della pandemia scoppiata nel primo trimestre dell'anno.

I campioni sono stati così definiti:

Campione 1: Contenente tutte le SPA italiane quotate con fatturato maggiore di 50 Milioni di euro nel 2019.

Con questo campione si intende rappresentare il segmento delle grandi aziende italiane, rifacendosi al fatto che, per definizione della Commissione europea, le piccole medie imprese non superano i 50 milioni di euro di ricavi.

Campione 2: Contenente un campione di 37.879 società italiane con fatturato minore di 50 milioni di euro nel 2019, classificabili come piccole medie imprese.

La motivazione che ha portato a scegliere il fatturato del 2019 per distinguere le imprese dei due campioni è che, come detto, i fatturati delle aziende nel 2020 sono considerabili "outlier".

I dati in totale si riferiscono a 37.999 imprese nel periodo sopra indicato, sono inoltre state scartate la maggior parte di società con dati parzialmente mancanti.

Al fine di poter trovare eventuali correlazioni tra settore e differenti livelli di cash holding gli indicatori utilizzati sono stati:

Il rapporto tra disponibilità liquide e totale attivo, ad indicare la liquidità detenuta in percentuale;

Il ROA, calcolato come $\frac{\text{Utile netto}}{\text{Totale attivo}}$ ad evidenziare quanta redditività producono gli asset detenuti dalle imprese;

Il codice NAICS (The North American Industry Classification System), standard utilizzato dalle agenzie statistiche per classificare le attività commerciali allo scopo di raccogliere, analizzare e pubblicare dati statistici relativi all'economia aziendale mondiale.

2. I risultati

I primi risultati degni di nota sono sicuramente quelli che evidenziano il trend del cash/assets.

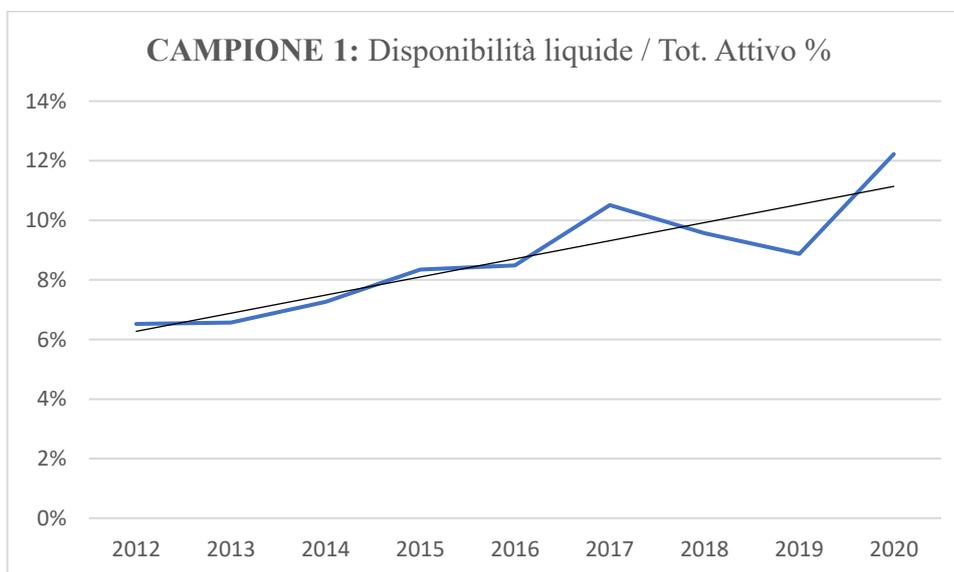


Figura 4 - Media dei cash holdings in percentuale rispetto agli asset delle imprese italiane con più di 50 milioni di fatturato nell'anno 2019

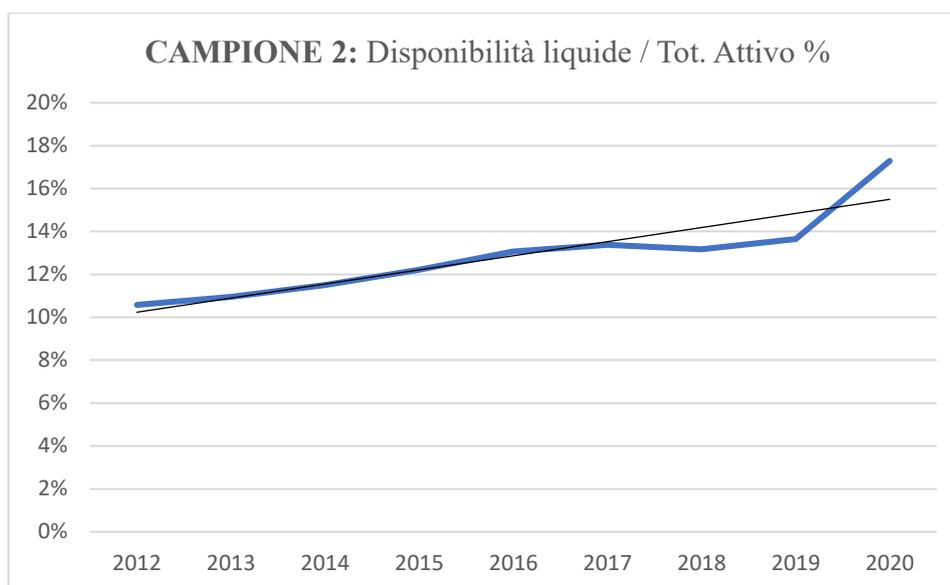


Figura 5 - Media dei cash holdings in percentuale rispetto agli asset di un campione di 37.879 PMI italiane

Gli output di questa prima analisi sono incoraggianti ed in accordo con la letteratura: le ricerche di Duchin et al. (2010), Dittmar e Duchin (2011) evidenziano un sensibile e costante incremento del cash/net asset medio delle imprese statunitensi come risultato della ripresa successiva alla crisi mondiale del 2007. Come è noto, in Italia, la fase di ripresa è seguita ad un lungo periodo di stagnazione, ecco il motivo per cui si evince che i livelli di liquidità rapportati all'attivo risultano crescenti in Italia negli anni 2013 – 2017.

Si nota una sensibile deviazione del trend di entrambi i campioni nel 2018 e nella prima metà del 2019, questo è motivato dall'ingresso del nostro paese in recessione tecnica dopo gli ultimi due trimestri del 2018 quando è stato registrato un andamento del PIL negativo dopo 14 trimestri consecutivi di crescita. Trattasi, però di un episodio isolato in quanto la crescita delle riserve di liquidità è poi ripresa a partire dalla seconda metà del 2019. In luce della pandemia che ha colpito in particolare l'anno 2021 è lecito aspettarsi una diminuzione delle riserve di liquidità, utilizzate dalle imprese per far fronte ai costi ed alla diminuzione del fatturato.

Per comprendere il rapporto tra il cash holding e le performance è illustrato nei grafici successivi l'andamento del return on assets per gli anni in oggetto.

Nonostante ciò che si potrebbe pensare, in realtà le PMI performano nettamente meglio delle grandi imprese italiane in termini di redditività degli asset e crescita del fatturato.

Grazie ai dati dell'Area Studi Mediobanca e della Commissione Europea (AMECO) è possibile osservare che le PMI hanno in media generato una crescita del fatturato doppia rispetto alle

grandi imprese dal 1996 ad oggi: +108,8% contro il +64,4%. Si registra inoltre nello stesso periodo un aumento del 53% della produttività contro il +38,6 delle grandi imprese.

Sono dunque spiegati i valori della redditività delle attività contenuti nei seguenti grafici

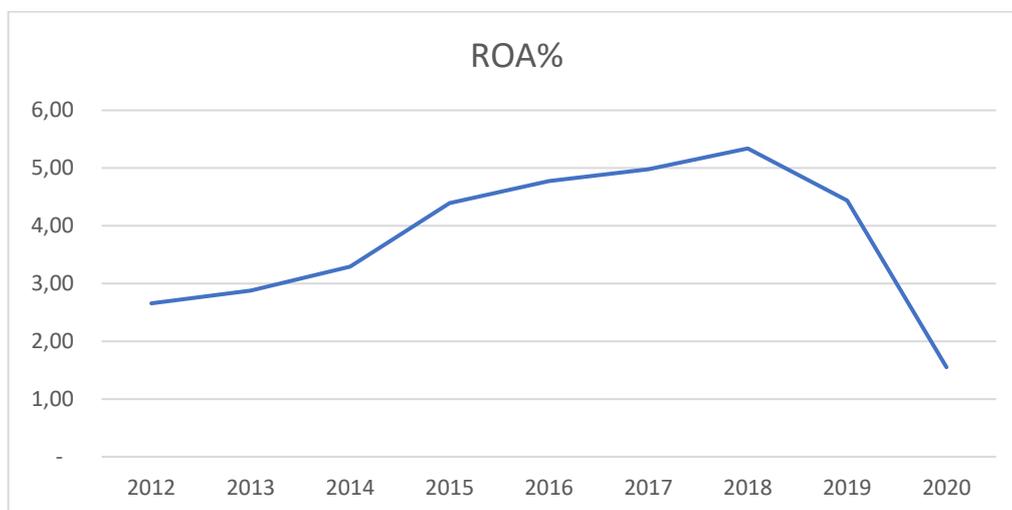


Figura 6 - Return on Assets delle imprese italiane con più di 50 milioni di fatturato nell'anno 2019

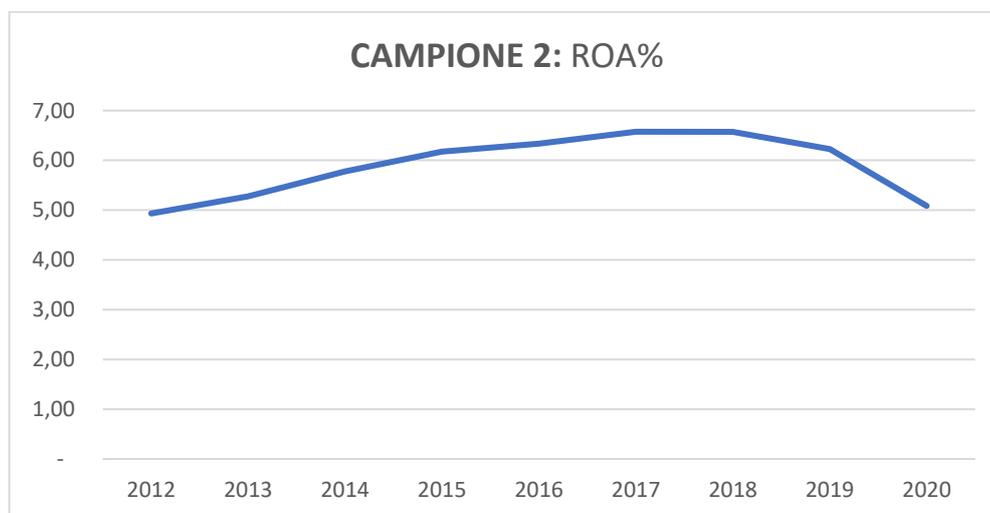


Figura 7 - Return on assets di un campione di 37.879 PMI italiane

La flessione del ROA nell'anno 2020 è dovuta all'abbattimento degli utili dovuti allo scoppio della pandemia. I due campioni definiti seguono trend comparabili con la sola differenza che il campione 1 presenta valori più bassi dovuti anche alla scarsa redditività di alcuni settori particolari.

L'impatto del cash holding sulle performance è sensibilmente determinato dal settore di appartenenza delle aziende. Grazie ad i codici NAICS è possibile osservare la redditività delle attività detenute per settore che, in aggiunta alla figura 3 (capitolo 1) permette di differenziare maggiormente l'impatto delle scelte di liquidità interna sulla redditività.

CAMPIONE 1: Codice NAICS	ROA
Arts, entertainment and recreation	-5,92
Information	0,45
Retail Trade	0,59
Management of Companies	1,26
Utilities	1,35
Scientific, and Technical Services	1,74
Real estate and rental and leasing	2,67
Other services	3,94
Office Administrative Services	4,64
Transportation and warehousing	4,67
Manufacturing	4,67
Finance and insurance	4,93
Accommodation and food services	5,23
Wholesale Trade	5,73
Construction	7,13

Tabella 1 - Return on Assets delle imprese italiane con più di 50 milioni di fatturato nell'anno 2019 divise per codice NAICS

CAMPIONE 2: Codice NAICS	ROA
Public administration	0,47
Management of Companies and Enterprises	1,14
Arts, entertainment and recreation	1,85
Agriculture, Forestry, Fishing and Hunting	2,67
Mining, Quarrying, Oil and Gas Extraction	3,57
Utilities	4,25
Real estate, rental and leasing	4,46
Retail Trade	4,68

Accommodation and food services	4,91
Transportation and warehousing	5,16
Health Care and Social Assistance	5,24
Construction	5,75
Office Administrative Services	5,87
Wholesale Trade	5,92
Manufacturing	6,07
Educational Services	6,90
Other services	7,24
Information	7,30
Professional, Scientific, Technical Services	9,08
Finance and insurance	9,68

Tabella 2 - Return on assets di un campione di 37.879 PMI italiane divise per codice NAICS

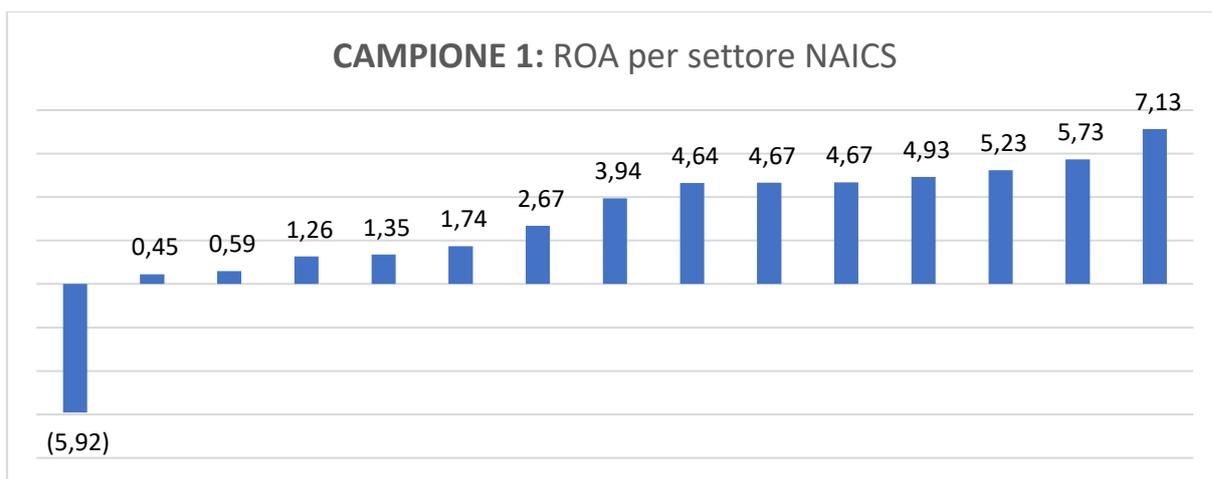


Figura 8 - Return on assets medi dei diversi settori delle imprese italiane con più di 50 milioni di fatturato nell'anno 2019

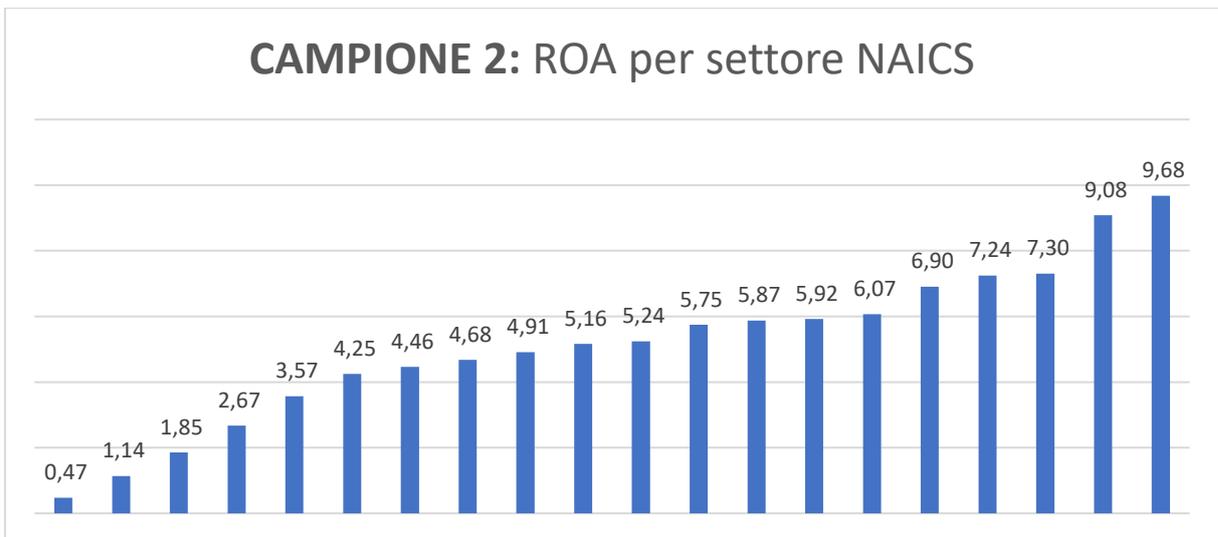


Figura 9 - Return on assets medi dei diversi settori di un campione di 37.879 PMI italiane

È naturale che in alcuni settori le attività detenute risultano più redditizie mentre in altri siano necessari più investimenti per raggiungere uno stesso target di net income. Analizzando le tabelle di sopra riportate, è riscontrabile una apparente correlazione tra alte performance e liquidità detenuta, questa correlazione è più accentuata tra le imprese del primo campione.

Per confrontare a dovere l'effetto del cash holding e disponibilità liquide sulle performance è però necessario utilizzare un modello econometrico: è stata utilizzata una regressione ad effetti fissi costruita con il software R Studio.

Le imprese da cui sono state estratte le osservazioni sono state selezionate casualmente tra le imprese italiane, sono state scartate tutte le imprese con dati mancanti ed il numero di aziende inserite nel modello è pari a 31.289. Sono state inoltre utilizzate quattro variabili per azienda nel periodo 2012-2020, portando le osservazioni totali ad essere 1.116.316; un alto numero di osservazioni contribuisce alla normalità della distribuzione dei residui.

Il modello prevede tre variabili indipendenti: CASH (rapporto tra liquidità e assets in percentuale), DEBT (rapporto tra debiti totali e assets in percentuale) e LnASSETS (logaritmo naturale degli assets) e come variabile dipendente ROA (rapporto tra utile netto ed assets in percentuale). Le variabili sono state osservate con dati panel dal 2012 al 2020 ed ogni impresa è stata identificata nel settore di appartenenza "Industry" tramite il proprio codice NAICS. La regressione è stata costruita in modo da permettere di confrontare l'effetto delle variabili indipendenti sulla dipendente nei vari anni e tra i vari settori di riferimento.

Questi gli output:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)	Signif. code
(Intercept)	18,1550	0,2361	76,9110	< 2e-16	***
LnASSETS	- 0,6401	0,0158	- 40,5760	< 2e-16	***
DEBT	- 15,4500	0,0889	55,8980	< 2e-16	***
CASH	9,3973	0,1681	55,8980	< 2e-16	***
Industry21	- 0,2512	0,4087	- 0,6150	0,53885	
Industry22	2,5791	0,2154	11,9730	< 2e-16	***
Industry23	1,9379	0,1728	11,2130	< 2e-16	***
Industry31	1,4279	0,1531	9,3260	< 2e-16	***
Industry42	1,8435	0,1550	11,8920	< 2e-16	***
Industry44	0,9308	0,1732	5,3730	7,74E-08	***
Industry49	0,6908	0,1720	4,0180	5,88E-05	***
Industry51	0,2040	0,2337	0,8730	0,38264	***
Industry52	5,5099	0,4034	13,6580	< 2e-16	***
Industry53	0,8674	0,2254	3,8480	0,00012	***
Industry54	3,1075	0,1774	17,5130	< 2e-16	***
Industry55	- 3,4210	0,3647	- 9,3810	< 2e-16	***
Industry56	1,2780	0,1781	7,1760	7,19E-13	***
Industry61	1,8287	0,5828	3,1380	0,0017	**
Industry62	- 0,5071	0,2089	- 2,4270	0,01521	***
Industry71	- 2,2632	0,3936	- 5,7500	8,94E-09	***
Industry72	0,2676	0,2763	0,9690	0,33278	
Industry81	1,4768	0,2689	5,4920	3,98E-08	***
Industry92	0,0714	3,4597	0,0210	0,98354	
Periodo2013	0,2666	0,0833	3,2020	0,00137	**
Periodo2014	0,7284	0,0833	8,7450	< 2e-16	***
Periodo2015	0,9580	0,0834	11,4910	< 2e-16	***
Periodo2016	1,2417	0,0835	14,8710	< 2e-16	***
Periodo2017	1,4145	0,0836	16,9160	< 2e-16	***
Periodo2018	1,2196	0,0837	14,5670	< 2e-16	***
Periodo2019	0,7685	0,0839	9,1630	< 2e-16	***
Periodo2020	- 0,7932	0,0846	- 9,3800	< 2e-16	***

Signif. Codes:	0 = ***	0,001 = **	0,01 = *	0,05 = .
Residual standard error: 10,36 on 279048 degrees of freedom				
Multiple R squared:	0,1434			
Adjusted R squared:	0,1433			
F-Statistic:	1557 on 30 and 279048 DF, p-value: < 2,2e-16			

La correlazione tra la liquidità e le performance, come suggerisce il valore positivo del coefficiente “CASH”, è positiva; all’ aumentare di un’unità percentuale del rapporto tra disponibilità liquide ed attività, aumenta significativamente del 9,3973% il ROA, con un errore standard riscontrato piuttosto basso (0,1681) e statistica t piuttosto elevata (55,8980) con valore di significatività prossimo allo zero.

Inoltre, osservando il valore di R al quadrato si evince che il 14,33 percento della variabilità della variabile dipendente ROA può essere spiegato grazie al modello utilizzato. Si ritiene che un valore tale, che potrebbe spesso essere considerato basso, sia in questo caso soddisfacente. Si deve infatti considerare che risulta inserito in un contesto in cui le variabili che descrivono l’andamento del return on assets sono pressochè infinite, quelle prese in considerazione dal modello sono estremamente significative.

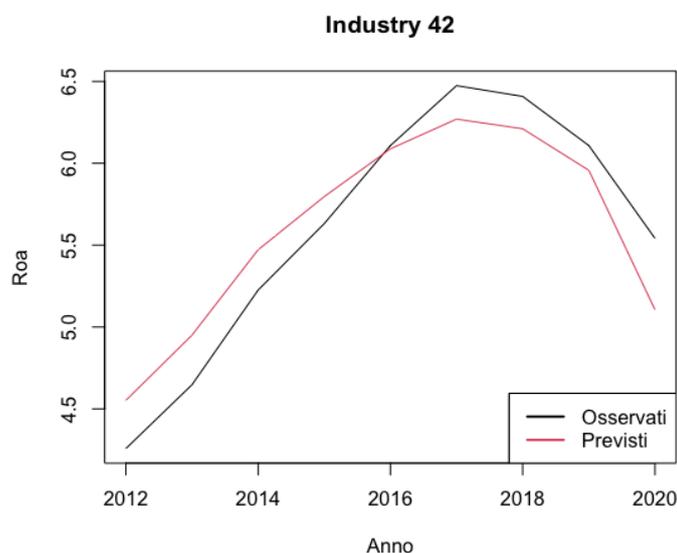


Figura 10 - Confronto tra valori previsti ed osservati del ROA dell'industry 42: Wholesale Trade

Osservando il signif. code, il p value dei coefficienti è quasi in ogni caso significativo, è presente un errore standard troppo elevato per sole tre industrie, questo è probabilmente dovuto al minor numero di osservazioni presenti per le tre industrie in questione.

Il p value dell’f statistic prossimo allo zero suggerisce che l’aggiunta delle variabili contenute nel modello porta miglioramento ad un modello che non le contiene: questo risultato era atteso osservando i p value dei singoli coefficienti.

I coefficienti di industry e periodo suggeriscono la variazione percentuale attesa al cambiamento di una di queste variabili qualitative, al netto delle altre presenti nel modello.

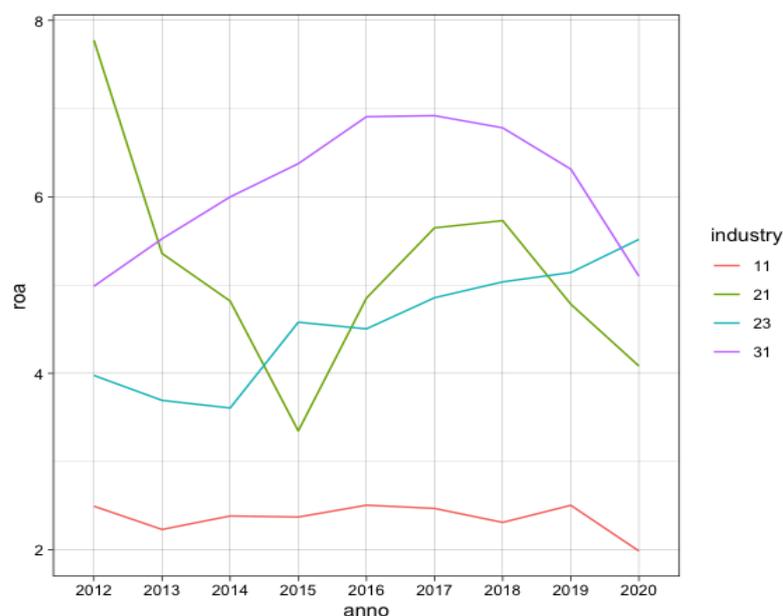


Figura 11 - Roa previsto dal modello al variare di 4 industries: 11, 21, 23, 31

Nella figura 11 sono presentati al variare della sola variabile qualitativa Industry alcuni esempi dell'andamento del Roa nel periodo osservato. Il settore manifatturiero, ad esempio (Industry 31) ha subito in maniera particolarmente accentuata l'impatto della pandemia sulle performance, a differenza di settori come quello dell'edilizia.

Di seguito una tabella di conversione dei i codici NAICS utilizzati:

NAICS Code	Description
11	Agriculture, Forestry, Fishing and Hunting
21	Mining
22	Utilities
23	Construction
31	Manufacturing
42	Wholesale trade
44	Retail trade
49	Transportation and Warehousing
51	Information
52	Finance and Insurance
53	Real Estate Rental and Leasing
54	Professional and Technical Services
55	Management of Companies and Enterprises
56	Administrative and Support Services

61	Educational Services
62	Health care and Social Assistance
71	Arts, Entertainment and Recreation
72	Accommodation and Food Services
81	Other Services
92	Public Administration

Le evidenze indicano dunque che è presente una correlazione degna di nota tra CASH e ROA e sono dunque in accordo con le teorie di Mayers Majluf e Rayan, i quali hanno evidenziato una correlazione positiva tra cash holding e performance, dovuta principalmente dalla maggiore indipendenza e autonomia finanziaria delle imprese con alti livelli di liquidità detenuti.

I risultati sono dunque diversi da quelli ottenuti da Harford, Mikkelson e Partch che nel 2003, che, con la loro ricerca “The effect of cash reserves on corporate investment and performance in industry downturns”, dimostrarono che non è evidenziabile una correlazione tra il livello di liquidità detenuto e le performance aziendali, gli stessi risultati sono opposti a quelli contenuti nelle ricerche di Easterbrook (1984), Jensen e Meckling (1976), Blanchard et al. (1994) ed Opler et al. (1999), intervenuti nel dibattito supportando la tesi di una relazione inversamente proporzionale tra liquidità detenuta e performance: a causare il peggioramento dei risultati sarebbero, a loro parere, principalmente l’opportunità manageriale, asimmetrie informative e maggiori costi interni.

CONCLUSIONI

Si ricorda che l'obiettivo di questo elaborato è descrivere il fenomeno delle politiche di gestione della liquidità aziendale e tentare, se possibile, di dare risposta a due domande:

1. Esiste un livello ottimale di liquidità detenuta, determinabile a priori?
2. Quali sono le conseguenze della liquidità sulle performance delle aziende italiane?

Unendo i dati riportati all'interno di questo capitolo, i concetti teorici e gli studi citati durante l'intero elaborato, in luce di quanto detto, appare impossibile individuare un livello di liquidità determinabile a priori, si ritiene bensì più ragionevole che i manager e l'apparato dirigenziale delle aziende valutino di caso in caso come gestire la liquidità ed in che forma e quantità detenerne. Per questo motivo si ricorda l'importanza di apparati di governance risoluti, stabili e preparati che possano guidare le imprese evitando loro problemi di agenzia.

Per quanto riguarda il secondo quesito posto, analizzando la letteratura, i numerosi studi sull'argomento propongono tesi radicalmente diverse, tutte supportate da evidenze empiriche. Si ritiene dunque che, a seconda di alcune variabili come l'ambiente, il periodo storico, la situazione economica globale, il settore di riferimento, il tipo di business e l'apparato dirigenziale delle imprese, si possa giungere a conclusioni diverse. Grazie ai dati delle aziende italiane raccolti dal 2012 al 2020, si nota la presenza di una proporzionalità diretta tra livello di cash holding e redditività delle attività, suggerendo che più le attività sono rappresentate da depositi, denaro e valori in cassa ed assegni, più le aziende risultano redditizie.

I risultati confermano infine la significatività di variabili quali Cash/Assets, Assets, Debt/Assets e settore di appartenenza delle imprese quali determinanti del Return on Equity. Come atteso, il coefficiente di R quadro del modello presentato suggerisce che vi siano ulteriori determinanti del ROA ma permette, allo stesso tempo, di valutare in maniera positiva l'impatto dei coefficienti trattati sulle performance aziendali.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- Ali, A., & Yousaf, S. (2013). Determinants of cash holding in German market. *Journal of Business and Management*, 12(6), 28-34.
- Allen N. Berger, Marco A. Espinosa-Vega, W. Scott Frame, Nathan H. Miller, Why do borrowers pledge collateral? New empirical evidence on the role of asymmetric information, *Journal of Financial Intermediation*, Volume 20, Issue 1, 2011, 55-70
- Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M., 2004. The cash flow sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 59, 1777-1804.
- Altshuler, J. and Newlon, S. T., 1991, The effects of U.S. Tax Policy on the Income Repatriation Patterns of U.S. Multinational Corporations, in Giovannini, A., Hubbard, R. G., and Slemrod J., *Studies in International Taxation*, 1993, The University of Chicago Press, 77- 116
- Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls?. *Journal of financial economics*, 36(3), 337-360.
- ConfimpreseItalia, Rapporto Unioncamere: Nel 2021, malgrado tutto, le medie imprese crescono del 19%, Disponibile su: <https://www.confimpreseitalia.it/2022/inflazione-accelerazione-69-che-ci-riporta-al-1986-effetto-traino-dagli-energetici-su-tutti-i-comparti-merceologici> [Data di accesso:24/08/2022]
- Chen, Y., Huang, S., Pereira, R. & Wang, J. 2011. Corporate tax avoidance and firm opacity. Unpublished Working Paper University of Missouri.
- Dittmar, A. and Duchin, R., 2011, The Dynamics of Cash, Working Paper, Michigan Ross School of Business.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., and Servaes, H., 2003, International corporate governance and corporate cash holdings, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111–133.
- Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21(3), 293-324.
- Duchin, R., Ozbas, O. and Sensoy, B. A., 2010, Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis, *Journal of Financial Economics*, 97, 418-435.

- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- 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. F., Hartzell, J., Titman, S. and Twite, G.J., 2007, Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation, *Journal of Financial Economics*, 86, 579–607.
- Galullo e Mincuzzi, *Il Sole 24 Ore*, 2019, Da Mediaset a Fiat-Chrysler: perché l’Olanda è il paradiso delle holding, Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/mediaset-fiat-chrysler-e-rolling-stones-ecco-perche-l-olanda-attrae-grande-business-ACLjeHP> [Data di accesso: 24/08/2022]
- Harford, J., Mikkelsen, W., & Partch, M. M. (2003). The effect of cash reserves on corporate investment and performance in industry downturns. Unpublished working paper.
- Horioka, C. Y., & Terada-Hagiwara, A. (2013). Corporate cash holding in Asia (No. w19688). National Bureau of Economic Research.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. F. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Keynes, J.M., 1936. *The General Theory of Employment*. In: *Interest and Money*. Harcourt Brace, London
- La Rocca, M., La Rocca, T., Staglianò, R., & Cariola, A. (2012). Detenere liquidità genera valore? Benefici, costi ed evidenze dall'Italia. *Economia & management: la rivista della Scuola di Direzione Aziendale dell'Università L. Bocconi*, 2, 73-90.
- Lin, S., 2014, Why do firms hold so much cash? An innovative explanation, *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 31, 3-17.
- Merton H. Miller, Daniel Orr, 1966. A Model of the Demand for Money by Firms, *The Quarterly Journal of Economics*, 80 (3), 413–435.
- Mikkelsen, W., & Partch, M. (2003). Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275-294.

- Mills, J., & Yamamura, J. H. (1998). The power of cash flow ratios. *Journal of Accountancy*, 186(4), 53.
- Mulligan, C.B., 1997. Scale economies, the value of time, and the demand for money: longitudinal evidence from Firms. *Journal of Political Economy*, 105, 1061-1079.
- Myers, Stewart C. "Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, July 1984, pp. 575-592.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of banking & finance*, 28(9), 2103-2134.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. M. and Williamson, R., 2006, Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash?, *Journal of Finance*, 61, 2725–2751
- Ranajee, R. and Pathak, R. (2019), "Corporate cash holding during crisis and beyond: what matters the most", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 15 No. 4, pp. 492-510.
- Rayan, K. (2008). Financial leverage and firm value (Doctoral dissertation, University of Pretoria).
- Riddick, L.A., Whited, T.M., 2009. The corporate propensity to save. *J. Finance* 64, 1729–1766.
- Seungjin Han, Jiaping Qiu, 2007, Corporate precautionary cash holdings, *Journal of Corporate Finance*, Volume 13, Issue 1, Pages 43-57
- Smith, A. (2002) *The Wealth of Nations*. Oxford, England
- Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Volume 13, Issue 2, Pages 187-221
- Stewart C. Myers, Raghuram G. Rajan, 1998, The Paradox of Liquidity, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 113, Issue 3, 733–771
- Whited, T. M. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. *The journal of finance*, 47(4), 1425-1460.

Xixiong Xu, Wanli Li, Yaoqin Li, Xing Liu, Female CFOs and corporate cash holdings: Precautionary motive or agency motive?, *International Review of Economics & Finance*, Volume 63, 2019, 434-454.