



Il presente volume è pubblicato in open access, ossia il file dell'intero lavoro è liberamente scaricabile dalla piattaforma **FrancoAngeli Open Access** (<http://bit.ly/francoangeli-oa>).

FrancoAngeli Open Access è la piattaforma per pubblicare articoli e monografie, rispettando gli standard etici e qualitativi e la messa a disposizione dei contenuti ad accesso aperto. Oltre a garantire il deposito nei maggiori archivi e repository internazionali OA, la sua integrazione con tutto il ricco catalogo di riviste e collane FrancoAngeli massimizza la visibilità, favorisce facilità di ricerca per l'utente e possibilità di impatto per l'autore.

Per saperne di più:

http://www.francoangeli.it/come_publicare/publicare_19.asp

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Domenico Rocco Cambrea

**CORPORATE
CASH HOLDINGS**

**Governance
e valore d'impresa**

**Università della Calabria
Sezione economia aziendale
Serie scientifica**

FrancoAngeli
OPEN  ACCESS

Copyright © 2018 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore ed è pubblicata in versione digitale con licenza *Creative Commons Attribuzione-Non Commerciale-Non opere derivate 3.0 Italia* (CC-BY-NC-ND 3.0 IT)

L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito
<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/it/legalcode>

Ai miei amati genitori

INDICE

Prefazione	pag.	9
Introduzione	»	11
1. Analisi empirica sulla relazione fra cash holdings e valore in Italia	»	15
1.1. Introduzione	»	15
1.2. Cash holdings e valore: ipotesi di ricerca	»	18
1.3. Dati e metodologia	»	26
1.4. Campione di analisi e statistiche descrittive	»	29
1.5. Risultati empirici della relazione fra cash holdings e valore	»	32
1.6. Effetti di moderazione fra cash holdings e valore	»	34
1.7. Conclusioni	»	39
2. Cash holdings e valore: confronto fra le imprese familiari e non familiari	»	43
2.1. Introduzione	»	43
2.2. Contesto istituzionale di riferimento	»	45
2.3. Ipotesi di ricerca	»	47
2.4. Modello empirico	»	51
2.5. Campione e statistiche descrittive	»	53
2.6. Analisi empirica e risultati	»	56
2.7. Conclusioni	»	59
3. Corporate governance e cash holdings	»	62
3.1. Introduzione	»	62
3.2. Letteratura e ipotesi di ricerca	»	66

3.3. Modello empirico	pag.	76
3.3.1. Variabili di controllo	»	77
3.3.2. Variabili di corporate governance	»	78
3.4. Campione e descrizione dei dati	»	79
3.5. Relazione fra consiglio di amministrazione e cash holdings	»	83
3.6. Ruolo del board nelle imprese con elevate possibilità di comportamenti opportunistici	»	87
3.7. Conclusioni	»	92
4. Cash holdings, corruzione e performance d'impresa	»	96
4.1. Introduzione	»	96
4.2. Corruzione e performance d'impresa	»	97
4.3. Corruzione, cash holdings e performance d'impresa	»	98
4.4. Contesto di analisi e campione	»	99
4.5. Modello empirico	»	100
4.6. Evidenza empirica sulla relazione fra cash holdings, corruzione e performance	»	101
4.7. Conclusioni	»	106
Conclusioni	»	111
Appendice 1	»	115
Appendice 2	»	116
Appendice 3	»	117
Appendice 4	»	118
Bibliografia	»	119

PREFAZIONE

La scienza dell'economia aziendale definisce l'azienda in differenti modi, per cui non è possibile darne una definizione univoca e sintetica.

Nonostante ciò, i numerosi studiosi che hanno dato vita nel corso del tempo a vari dibattiti, sono concordi con l'individuazione di un fondamentale aspetto comune a tutte le aziende: la creazione di valore.

Tale concetto è strettamente connesso all'assunzione dello Zappa, il quale individuava la produzione del reddito come "il carattere comune alla più grande parte delle imprese di ogni fatta". Di conseguenza, è innegabile che la creazione di valore aziendale sia dipendente dalla produzione di reddito.

Negli ultimi anni i ricercatori aziendali hanno focalizzato i loro temi di ricerca e le loro attenzioni su un "nuovo" fattore di produzione interno, determinante del valore aziendale: la liquidità.

Il contributo di Domenico Rocco Cambrea affronta con estrema chiarezza e puntualità il tema della liquidità nelle imprese, attraverso una completa revisione della letteratura nazionale e internazionale, ed allo svolgimento di numerose e robuste analisi empiriche finalizzate ad evidenziare il legame con il valore delle imprese, confrontando altresì gli effetti che le riserve di cassa determinano sia nelle imprese a controllo familiare che in quelle non familiari.

In aggiunta, dopo aver evidenziato le conseguenze in termini di performance, il contributo di ricerca si presta ad individuare in modo analitico le variabili di corporate governance, misurate dalle principali caratteristiche quantitative del consiglio di amministrazione, le quali determinano un maggiore o minore accantonamento di denaro in cassa.

Il lavoro, infine, mira a individuare i potenziali effetti che potrebbero scaturire dalle suddette variabili nelle imprese che operano in contesti istituzionali caratterizzati da un elevato tasso di corruzione e/o comportamenti fraudolenti.

I risultati esposti nel presente volume, oltre a chiarire il ruolo e l'importanza della liquidità quale strumento interno all'impresa utile ad influenzare i processi di creazione di valore e di performance aziendale, permettono di approfondire le dinamiche interne alle imprese stesse, attraverso lo studio e la conoscenza di quest'ultima, ovvero di uno dei principali strumenti a disposizione del management per sostenere in maniera continuativa gli investimenti dell'impresa che governano nell'ottica di un continuo sviluppo della realtà aziendale.

Franco Rubino
Università della Calabria
marzo 2018

INTRODUZIONE

Il presente lavoro si pone come obiettivo lo studio e l'approfondimento della tematica relativa al cash holdings nelle imprese. Con tale espressione di origine americana, si fa riferimento all'insieme di disponibilità prontamente liquide e asset facilmente liquidabili, quali crediti finanziari e titoli con scadenza non superiore a tre mesi (Gill e Shah, 2012).

Alla luce degli attuali processi di globalizzazione dei contesti, internazionalizzazione delle imprese, integrazione dei mercati finanziari e iper-competitività, la minore tolleranza di inefficienze ed errori aziendali, che potrebbero essere immediata causa di dissesto e fallimento, e la necessità di essere immediatamente reattivi per non perdere eventuali *growth opportunity*, hanno reso la detenzione di riserve abbondanti di cash uno strumento di *financial flexibility* di primaria rilevanza per poter competere con successo.

Negli ultimi anni si è assistito ad una rapida crescita delle attività liquide nei bilanci delle imprese, tale da richiamare l'attenzione sia degli studiosi accademici che dei mass-media.

Numerosi studi evidenziano in campioni di imprese statunitensi un peso del cash holdings sugli asset in un range fra l'8% e il 10,5% (Kim, Mauer e Sherman, 1998; Opler *et al.*, 1999; Foley *et al.*, 2007; Mello, Krishnaswami e Larkin, 2008). Tale percentuale, facendo fede ai dati riportati da Drobetz, Grüninger e Hirschvogel (2010), arriva fino al 12,6% su un campione di imprese in un'analisi cross-country su quarantacinque Paesi. In Europa, Bloomberg nel 2013 evidenzia una liquidità pari a 475mld\$ nelle 265 imprese europee appartenenti all'indice Stoxx Europe 600, con una crescita del 250% rispetto ai 136mld\$ del 2002.

Anche con riferimento all'Italia, Bigelli e Sánchez-Vidal (2012) evidenziano un peso percentuale del cash holdings sul valore dell'impresa del 10%. A titolo di esempio, il Dott. Marchionne, Amministratore Delegato della Fiat, evidenzia la crescente rilevanza di tale tematica illustrando come la liquidità nell'impresa sia passata dal 2,1mld€ nel 2001 (con un peso pari al

6,5% del debito) a 17,5mld€ nel 2011 (con un peso pari a 65,5% del debito) (Il Sole 24 Ore, 12 ottobre 2012).

Un recente articolo di The Economist evidenzia in maniera evocativa, che “*U.S. corporations are holding record-high amounts of cash*”. Infatti, nel 2011 le consistenze di cassa per le imprese americane sono state pari a quasi 5.000mld\$, con una crescita nel periodo 1995-2010 del 10%, ben superiore rispetto al valore del 7% riferito al periodo 1980-1995. Ulteriormente, Bates, Kahle e Stulz (2009), facendo riferimento a dati del 2006 del Wall Street Journal, rilevano una disponibilità di cassa nelle sole grandi imprese americane pari a 643mld\$, corrispondenti al 7% del valore di mercato dell’equity delle imprese, di cui 30mld\$ riguardano solo due imprese (Microsoft e Exxon).

La letteratura sul cash holdings è piuttosto recente, soprattutto per quel che riguarda la relazione con il valore d’impresa, e le conclusioni cui giunge sono conflittuali, in quanto rispetto ai benefici di flessibilità finanziaria connessi al possesso di cash esistono diversi svantaggi ad esso riconducibili, tali da renderne incerto l’effetto netto sul valore. I risultati empirici non sembrano ancora in grado di affermare con certezza gli effetti della liquidità sul valore aziendale.

L’incertezza delle diverse conclusioni teoriche sembra derivare dalla presenza di alcune variabili che, congiuntamente considerate, potrebbero dare luogo a effetti differenti. Pertanto, dalla letteratura prevalente emerge la necessità di investigare il ruolo di fattori di moderazione, sia a livello d’impresa che di contesto istituzionale, al fine di comprendere l’effetto sulle performance aziendali del cash holdings, potenzialmente condizionato da altri fattori in grado di amplificarne piuttosto che ridurne gli effetti. In tal modo è possibile comprendere la rilevanza di tali fattori di moderazione, osservandone la capacità di influenzare sia il segno che l’intensità della relazione fra cash holdings e performance. Possibili controversie e ambiguità nei risultati presenti in letteratura sul legame diretto fra cash holdings e performance possono dipendere dal ruolo di tali fattori di moderazione, che interagendo con il cash holdings ne alterano l’effetto sulle performance.

A livello teorico l’effetto positivo sulle performance aziendali viene giustificato da motivazioni precauzionali (disponibilità di cash a supporto dell’impresa in eventuali momenti di crisi e fabbisogni imprevisti), dalla capacità di ridurre i costi di transazione che sorgono nelle molteplici relazioni economiche aziendali e, infine, dalla preferenza esercitata dai manager per l’utilizzo di fonti di finanziamento interne (teoria dell’ordine gerarchico delle scelte) allo scopo di ridurre problemi di asimmetrie informative derivanti dall’eventuale accesso al mercato esterno dei capitali. Allo stesso tempo, dalla liquidità aziendale derivano possibili effetti negativi sulle performance aziendali. Infatti, la disponibilità di cash può generare problemi di opportunismo e costi di agenzia connessi a *empire building*, *overinvestment*, *entren-*

chment e appropriazione di benefici privati a danno degli altri investitori aziendali. Parimenti, effetti negativi sulle performance potrebbero giustificarsi in ragione della scarsa (o nulla) redditività delle risorse liquide.

Il testo è strutturato in quattro capitoli.

Il primo capitolo propone un'analisi empirica sulla relazione fra *cash holdings* e valore su un campione di imprese italiane quotate per un periodo di 32 anni, dal 1980 al 2011. L'obiettivo della ricerca, dopo aver chiarito il segno della relazione principale fra cassa e performance, è quello di individuare i possibili fattori di moderazione intervenienti nella relazione fra *cash holdings* e valore, in modo da verificarne la potenziale rilevanza e la capacità di modificare la direzione e il segno del legame fra liquidità e performance aziendali.

Il secondo capitolo presenta, alla luce di quanto previsto dalla Teoria dell'Agenzia, il differente ruolo che la liquidità può avere nell'influenzare il valore dell'impresa delle imprese familiari e non familiari quotate in Borsa Italiana. Lo scopo di tale capitolo è quello di approfondire la funzione che le riserve di cassa possono avere nelle due differenti tipologie di imprese e chiarire quali possano essere i motivi che potrebbero spiegare dei risultati dissimili.

Il terzo capitolo indaga l'impatto della composizione del Consiglio di Amministrazione sulle disponibilità liquide nelle imprese italiane quotate per un periodo temporale di 11 anni, dal 2003 al 2013. Una forte corporate governance può essere un valido strumento a disposizione degli azionisti per attenuare i problemi di agenzia e invogliare i manager ad operare adeguatamente al fine di garantire il soddisfacimento degli interessi di tutti gli stakeholder. Il capitolo si concentra sulle caratteristiche del *board of directors* che hanno dimostrato di essere capaci di influenzare la qualità del monitoraggio da parte dell'organo governativo, vale a dire, *chief executive officer duality* (Amministratore Delegato è anche il presidente del Consiglio di Amministrazione), presenza di consiglieri indipendenti, così come la dimensione del Consiglio di Amministrazione, il grado di impegno dei suoi membri e la diversità di genere presente in consiglio (consiglieri donne nel Consiglio di Amministrazione).

Infine, l'ultimo capitolo analizza la relazione fra riserve di liquidità e performance in un contesto caratterizzato da un'elevata corruzione. I dati presentati dagli organismi di vigilanza internazionali, piazzano l'Italia in fondo alle classifiche. Fra i motivi che contribuiscono a classificare l'Italia come un Paese poco trasparente, vi è senz'altro la possibilità di effettuare pagamenti in contanti. In presenza di tale situazione appare interessante indagare il comportamento, in termini di gestione della liquidità, delle imprese che operano in contesti corrotti e valutare gli effetti di lungo periodo sulle performance aziendali.

1. ANALISI EMPIRICA SULLA RELAZIONE FRA CASH HOLDINGS E VALORE IN ITALIA

1.1. Introduzione

Il tema del cash holdings ormai da diversi anni è diventato campo elettivo d'indagine di studiosi di Finanza e di Management che osservano una crescente diffusione di asset liquidi all'interno dell'impresa. In particolare, il cash holdings (o cash stock) è definito come l'insieme di disponibilità prontamente liquide ed asset facilmente liquidabili, quali crediti finanziari e titoli con scadenza non superiore a tre mesi (Gill e Shah, 2012).

Mentre in passato detenere un ampio ammontare di cash veniva considerata una scelta manageriale inefficiente e foriera di opportunismo, riconducendo tale tema ai problemi di corporate governance, oggi un numero sempre maggiore di imprese decide di accumulare riserve di liquidità quale strumento a supporto dei processi di crescita e sviluppo aziendale. Infatti, la scelta di detenere cash holdings risponde all'obiettivo di garantire maggiori livelli di flessibilità finanziaria in modo da poter cogliere *growth opportunity* senza il rischio di essere soggetti a *financial constraint* (J.P. Morgan Research 2005). Come evidenziato nelle survey di Graham e Harvey (2001) per gli USA e Brounen, De Jong e Koedijk (2006) per l'Europa, i manager considerano prioritario, nelle politiche di finanziamento, preservare tale flessibilità finanziaria, ritenendo tale attributo ben più importante di benefici fiscali oppure di possibili problemi di dissesto finanziario.

Da un punto di vista teorico tale tema appare controverso, in quanto rispetto ai benefici di flessibilità finanziaria connessi al cash holdings esistono diversi svantaggi ad esso riconducibili, tali da renderne incerto l'effetto netto sul valore. A livello teorico l'effetto positivo sulle performance aziendali viene giustificato da motivazioni precauzionali (disponibilità di cash a supporto dell'impresa in eventuali momenti di crisi e fabbisogni imprevisti),

dalla capacità di ridurre i costi di transazione che sorgono nelle molteplici relazioni economiche aziendali e, infine, dalla preferenza esercitata dai manager per l'utilizzo di fonti di finanziamento interne (teoria dell'ordine gerarchico delle scelte) allo scopo di ridurre problemi di asimmetrie informative derivanti dall'eventuale accesso al mercato esterno dei capitali¹. Allo stesso tempo, dalla liquidità aziendale derivano possibili effetti negativi sulle performance aziendali. Infatti, la disponibilità di cash può generare problemi di opportunismo e costi di agenzia connessi a *empire building*, *overinvestment*, *entrenchment* e appropriazione di benefici privati a danno degli altri investitori aziendali. Parimenti, effetti negativi sulle performance potrebbero giustificarsi in ragione della scarsa (o nulla) redditività delle risorse liquide.

Sebbene sia possibile elencare vantaggi e svantaggi connessi al cash holdings, è difficile stabilire qual è la "forza" che prevale. Da una parte detenere liquidità può avere lo scopo di supportare i processi di creazione di valore *tout court* per tutta l'impresa. Dall'altra, avere un'elevata quantità di cash in stock potrebbe derivare dall'interesse del manager o degli azionisti di maggioranza a massimizzare la propria utilità a scapito di altri stakeholder.

Le evidenze empiriche sembrano prevalentemente riscontrare un effetto positivo, sebbene la relazione fra cash holdings e performance emerga come dipendente da alcune caratteristiche delle imprese e del contesto in cui operano. Infatti, il valore del cash holdings sembra dipendere da fattori interni oppure esterni all'impresa. I primi riferiti ad esempio alla disponibilità nell'impresa di *growth opportunity*, alla volatilità dei suoi cash flow, alla rischiosità aziendale e alla presenza di problemi di *financial constraint* (Jensen, 1986; Opler *et al.*, 1999; Harford, 1999; Almeida, Campello e Weisbach, 2004). I secondi inerenti la qualità del contesto istituzionale, il livello di protezione degli investitori e l'efficienza del sistema finanziario (La Porta *et al.*, 2002; Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes, 2003; Pinkowitz, Stulz e Williamson, 2006).

Pertanto, dalla letteratura prevalente emerge la necessità di investigare il ruolo di fattori di moderazione, sia a livello d'impresa che di contesto istituzionale, al fine di comprendere l'effetto sulle performance aziendali del cash holdings, potenzialmente condizionato da altri fattori in grado di amplificarne piuttosto che ridurne gli effetti. In tal modo è possibile comprendere la rilevanza di tali fattori di moderazione, osservandone la capacità di influenzare sia il segno che l'intensità della relazione fra cash holdings e performance. Possibili controversie e ambiguità nei risultati presenti in letteratura

¹ I vantaggi, connessi ad una superiore flessibilità finanziaria, permettono di attenuare problemi di *financial constraints*. La liquidità aziendale consente di finanziare progetti d'investimento e cogliere *growth opportunity* senza richiedere finanziamenti esterni, e quindi senza dover interagire con mercati dei capitali inefficienti e pieni di asimmetrie informative.

sul legame diretto fra cash holdings e performance possono dipendere dal ruolo di tali fattori di moderazione, che interagendo con il cash holdings ne alterano l'effetto sulle performance.

Di conseguenza, l'obiettivo di ricerca del presente lavoro è individuare i possibili fattori di moderazione intervenienti nella relazione fra cash holdings e performance, in modo da verificarne la rilevanza e la capacità di modificare le performance aziendali. Tali fattori, infatti, interagendo con il cash holdings, possono avere conseguenze importanti sulle performance aziendali, determinando il prevalere dei vantaggi derivanti dalla disponibilità di liquidità aziendale, ad esempio in termini di capacità di cogliere *growth opportunity*, oppure andando ad acuire problemi di opportunismo.

I risultati empirici mostrano che la detenzione di liquidità determina un aumento delle performance d'impresa. Come da attese, è confermato il ruolo rilevante delle variabili di moderazione, che intervengono nella relazione oggetto di analisi. Il cash holdings è in grado di provocare un aumento del valore nelle imprese in cui sono presenti investitori istituzionali. Allo stesso modo, il maggior valore derivante dal cash stock aumenta di intensità a causa della presenza di problemi di costrizione finanziaria. Mentre nelle imprese non quotate, la detenzione di liquidità annulla totalmente l'effetto positivo del cash holdings e determina una riduzione delle performance.

Invece, per quel che attiene i fattori di moderazione che si riferiscono al contesto istituzionale, i risultati riguardanti lo sviluppo del sistema finanziario, misurato attraverso l'utilizzo di due variabili osservanti il sistema bancario, contrariamente a quanto ci si aspettasse, mostrano la capacità di espropriare valore d'impresa in quei sistemi in cui vi è una bassa protezione degli investitori e il fine ultimo è rappresentato dal raggiungimento di obiettivi personali. Conformemente alle nostre attese, le riserve di liquidità negli anni della recente crisi dei mercati finanziaria, si dimostrano un valore aggiunto in grado di aumentare le performance di impresa.

Infine, il rapporto tra cash holdings e prestazioni non è moderato dalla diversificazione di prodotto e dallo sviluppo dei mercati finanziari.

Il lavoro è diviso in tre principali sezioni. La prima parte descrive la letteratura di riferimento, focalizzandosi sul cash holdings e sul valore d'impresa. La seconda sezione descrive il modello e le ipotesi da verificare. Infine sono illustrati i risultati dell'analisi empirica e verranno presentate le conclusioni.

1.2. Cash holdings e valore: ipotesi di ricerca

Il tema del cash holdings è stato per la prima volta oggetto di studio in ambito accademico grazie a Keynes (1936), che nella sua “teoria della preferenza per la liquidità” indica due principali motivazioni connesse alla detenzione di denaro. Le imprese detengono cash (risorse finanziarie interne) in modo da non dover sostenere costi di transazione nell’eventuale momento di raccolta di fonti di finanziamento nel mercato esterno dei capitali che, a causa di inefficienze e asimmetrie informative, richiede spesso una lunga e costosa interazione. Inoltre, detenere ampie riserve di liquidità permette alle imprese di poter cogliere *growth opportunity* anche di fronte a eventuali contingenze imprevedute e sfavorevoli che limiterebbero l’accesso al mercato dei capitali esterno. Ulteriormente, la disponibilità di abbondanti stock di cash è tipicamente associato a elevati problemi di agenzia (Jensen, 1986). Le riserve di liquidità hanno, come suggerito da Brealey *et al.*, (2003), un “lato oscuro”: “troppe riserve potrebbero incoraggiare i manager a prendersela comoda, ad aumentare i propri compensi o a costruire imperi, utilizzando contante che dovrebbe essere restituito agli azionisti”. Infatti, sarebbero i manager per motivazioni opportunistiche a volere tanto cash holdings nell’impresa in modo da usare discrezionalmente le risorse aziendali per i loro interessi personali.

A livello manageriale e finanziario, Opler *et al.* (1999), richiamando l’intuizione di Miller e Orr (1966), mettono a confronto benefici e costi del cash holdings per identificare un livello ottimale di liquidità nell’impresa (modello del trade-off). Al contrario, secondo la *pecking order theory*, non esiste un livello di ottimo e la quantità di cash in stock nell’impresa è funzione delle preferenze manageriali per la detenzione di un buffer di risorse interne in grado di ridurre costi di transazione e di asimmetria informativa. Tale quantità in stock è determinata dalle molteplici contingenze che l’impresa si è trovata ad affrontare nel corso del tempo.

Rispetto a tali prospettive di analisi, la valutazione della relazione tra cash holdings e performance appare di non facile definizione, con argomentazioni teoriche ed evidenze empiriche discordanti.

Da una parte si afferma la prevalenza dei benefici sui costi connessi all’accumulo di liquidità, con effetti positivi (Pinkowitz, Stulz e Williamson, 2003; Saddour, 2006; Frésard, 2010; Kalcheva e Lins, 2007). L’impresa avrebbe rilevanti vantaggi inerenti la maggiore flessibilità finanziaria, la minore costrizione finanziaria e i minori costi di transazione in modo da aumentare le performance aziendali.

Dall'altra, si sostiene una relazione negativa (Luo e Hachiya, 2005; Oler e Waegelien, 2011; Huang, Elkinawy e Jain, 2013) presumendo la superiorità dei costi sui benefici del cash holdings. L'elevata quantità di cash stock amplificherebbe problemi di opportunismo e di agenzia, causando un uso inefficiente da parte del management delle risorse e, quindi, determinando una diminuzione nelle performance dell'impresa².

Inoltre, alcuni autori, in realtà solo due (Lundstrum, 2003; Harford, Mansi e Maxwell, 2008), sostengono la non linearità della relazione, mentre la grande maggioranza degli studi ritiene che la capacità dei benefici di superare i costi del cash holdings (o vice versa) dipenda da altre forze intervenienti in grado di modificare la rilevanza di benefici e costi. Ad esempio, all'interno di uno stesso paper è possibile rilevare alternativamente sia un effetto positivo che negativo del cash holdings sulle performance a seconda della tipologia di impresa oppure del contesto di analisi (Ammann, Oesch e Schmid, 2011; Dittmar e Mahrt-Smith, 2007; Drobetz, Grüninger e Hirschvogl, 2010; Tong, 2011).

L'incertezza delle diverse conclusioni teoriche sembra derivare dalla presenza di alcune variabili che, congiuntamente considerate, potrebbero dare luogo a effetti differenti. I controversi risultati evidenziati dalla letteratura e dall'evidenza empirica potrebbero dipendere dalla mancanza della dovuta considerazione sulle interdipendenze e le complementarità tra il cash holdings con altri fattori, che analizzati contestualmente, potrebbero amplificare o diminuire l'effetto sul valore e le performance d'impresa, andando così ad influenzare sia il segno che l'intensità della relazione. In pratica, l'effetto della detenzione di cassa sulle performance delle imprese può variare a causa di variabili di moderazione, in grado di "qualificare" la relazione oggetto di analisi, causando la prevalenza dell'effetto positivo o di quello negativo, causando un accrescimento oppure riduzione delle performance aziendali. Ad esempio, problemi di *financial constraint* potrebbero amplificare i benefici della detenzione di cash, con effetti positivi sulle performance. Al contrario, l'inefficacia degli strumenti di *corporate governance* potrebbero generare cash holdings sistematicamente maggiori, con effetti negativi sulle performance.

Da tali considerazioni emerge la necessità di indagare il possibile ruolo dei fattori di moderazione. Infatti, la presente ricerca intende verificare empiricamente quanto e in che misura l'effetto del cash holdings sulle

² L'opportunismo manageriale è agevolato dalle imperfezioni proprie dei mercati finanziari: asimmetrie informative, incompletezza contrattuale e costi di agenzia creano le condizioni affinché il potere discrezionale del manager si manifesti a danno della razionale ricerca della crescita del valore d'impresa nel medio e lungo periodo (La Rocca *et al.*, 2012).

performance possa essere contingente e dipendente dal ruolo di altri fattori che interagiscono con la disponibilità di cash aziendale, in modo da valorizzarne i benefici, piuttosto che amplificarne gli svantaggi. Pertanto, il presente lavoro si caratterizza per un'analisi sul ruolo dei molteplici fattori, sia *firm-specific* che inerenti il contesto istituzionale, quali variabili di moderazione in grado di influenzare il valore del cash holdings.

Al riguardo, le ipotesi di ricerca che si intende indagare con il presente contributo, sulla base di un contesto istituzionale come quello italiano, sono di seguito illustrate.

Debito

Il debito rappresenta uno dei principali meccanismi di corporate governance, che influenza l'efficienza aziendale e, in complesso, il successo dell'impresa (Mahrt-Smith, 2005; Rajan e Zingales 2000). In generale, con riferimento alla governance, la presenza di debito offre benefici in termini di: 1) disciplina manageriale, aumentando l'efficienza dei manager impegnati alla ricerca del cash necessario per ripagare gli interessi e le quote in scadenza del debito; 2) minimizzazione dei costi associati alle asimmetrie informative. A tali benefici corrispondono dei costi connessi: 1) all'opportunismo di manager e azionisti di maggioranza a scapito dei creditori; 2) alla perdita di flessibilità finanziaria. Soprattutto quest'ultimo punto è stato identificato da Graham e Harvey (2001) come il più importante secondo 392 CFO americani. Proprio il potenziale effetto del debito su problemi di opportunismo e sulla flessibilità finanziaria rivela la possibile interazione con il cash holdings. Il debito potrebbe avere un ruolo di complementarità con la liquidità aziendale in una duplice chiave interpretativa. In un primo caso, imprese con un alto livello di indebitamento, in cui i conflitti di interesse fra manager (e azionisti) contro creditori si acuiscono, conducono ad un utilizzo opportunistico della liquidità aziendale. Quando il debito non svolge un ruolo di governance di disciplina e incentivo, generando al contrario problemi di agenzia, cash holdings sistematicamente maggiori potrebbero amplificare gli effetti negativi sulle performance. In un secondo caso, imprese con un alto livello di indebitamento, avvertendo il rischio di dissesto e una maggiore probabilità di fallimento, accumulano rilevanti riserve di liquidità al fine di salvaguardare la sopravvivenza aziendale da rischi di difficoltà finanziarie. Di conseguenza, il debito potrebbe amplificare i benefici connessi all'utilizzo del cash holdings, in termini di *financial viability*, con un contributo positivo sulla performance. In termini di riscontri empirici, Guney, Ozkan e Ozkan (2007) sostengono l'esistenza di un

effetto di sostituzione fra debito e liquidità, affermando che l'indebitamento, a bassi livelli, esercita un impatto negativo sulla liquidità, ma la relazione diventa positiva per alti livelli di leva finanziaria. Inoltre, Faulkender e Wang (2006) evidenziano che il valore addizionale della liquidità aziendale diminuisce con l'incremento del cash holdings, ma anche per livelli elevati di debito. Pertanto il cash holdings sarebbe in grado di influenzare il valore dell'impresa interagendo con la struttura finanziaria.

H.1: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dal debito.

Investitori istituzionali

Negli ultimi anni molte imprese sono state interessate da cambiamenti nella struttura proprietaria, a causa di fenomeni di intensificazione nelle dinamiche competitive e nelle attività di fusioni ed acquisizioni che hanno accresciuto la concentrazione in molti settori. Un numero crescente di studi empirici ha indagato il ruolo di tale aspetto. In particolare, si evidenzia la crescente rilevanza dell'ingresso di investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese, sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili. Il contributo degli investitori istituzionali determina significativi cambiamenti nella governance aziendale, nelle modalità di definizione delle strategie e negli assetti organizzativi. Ferreira e Matos (2008) e anche Dahlquist e Robertsson (2001) evidenziano che gli investitori istituzionali preferiscono investire in imprese con elevati cash holdings e che la loro presenza come azionisti ha un impatto positivo sul valore dell'impresa e sulle performance aziendali. Tale preferenza deriva dal fatto che, soprattutto in presenza di asimmetrie informative, ingenti somme di denaro in stock aumentano la solidità finanziaria rispetto ad altre imprese operanti nel mercato. Infatti, le riserve di cassa rappresentano un elemento segnaletico in grado di fornire informazioni sulla "forza" finanziaria di un'impresa e, quindi, sulla capacità di cogliere growth opportunities, soprattutto in periodi di crisi economica e di difficoltà di accesso al credito che altrimenti andrebbero perse (La Rocca *et al.*, 2012). La letteratura (Shleifer e Vishny, 1986), inoltre, riconosce che investitori con quote di partecipazione importanti, come gli investitori istituzionali, avendo orizzonti di investimento di lungo periodo, hanno un incentivo a controllare costantemente il management aziendale, accrescendo le performance aziendali. Ancor di più il continuo e superiore monitoraggio del management da parte degli investitori istituzionali deriva dalle loro competenze nell'apprezzare la

qualità delle decisioni aziendali (Gillan e Starcks, 2003), determinando una riduzione nei problemi di opportunismo e nei costi di agenzia. Bathala, Moon e Rao (1994) trovano supporto alla concezione che gli investitori istituzionali svolgono un efficace ruolo di monitoraggio e sono in grado di influire sulle performance e sul valore delle imprese mitigando i costi di agenzia. L'efficacia di tale meccanismo di corporate governance potrebbe condurre ad un cash holdings sistematicamente maggiore con effetti positivi sulle performance. Allo stesso modo, il controllo attivo di investitori istituzionali, garantendo una superiore qualità dell'operato dei manager aziendali, facilita l'accesso al mercato finanziario e, quindi, riduce problemi di *financial constraint* (Attig *et al.*, 2012). Pertanto la presenza di investitori istituzionali può determinare una riduzione nei problemi di opportunismo e nei costi per l'accesso al finanziamento esterno che favorisce l'utilizzo di cash stock da destinare alla realizzazione di progetti a VAN positivo.

H.2: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dalla presenza di investitori istituzionali.

Costrizione finanziaria

I problemi di asimmetria informativa e il costo eccessivo della finanza esterna possono creare per le imprese costrizioni nell'accesso al credito, cioè vincoli finanziari che ostacolano la crescita e lo sviluppo (Fazzari *et al.*, 1988). Di conseguenza, le imprese saranno interessate ad accumulare riserve di liquidità tanto più elevate quanto più severi saranno i problemi di *financial constraint* (Almeida, Campello e Weisbach, 2004), in modo da avere un "cuscinetto" (*buffer*) che permetterà di cogliere *growth opportunity* che altrimenti, stante le difficoltà nel ricorrere al mercato dei capitali esterno, si perderebbero. In altri termini, all'aumentare del differenziale fra il costo delle risorse finanziarie interne e quelle esterne, il cash holdings diventa una risorsa di valore in quanto permette di intraprendere investimenti a VAN positivo che altrimenti potrebbero essere, a malincuore, abbandonati. Detenere elevati stock di cash riduce i costi associati all'accesso al mercato esterno dei capitali, favorendo la capacità dell'impresa di cogliere *growth opportunity*. Sebbene alcuni autori (Pinkowitz e Williamson, 2004; Pinkowitz, Stulz e Williamson, 2006) non rilevano differenze nel valore economico fra imprese finanziariamente solide e imprese *financially constrained*, altri autori (Faulkender e Wang, 2006; Denis e Sibilkov, 2010) evidenziano come alti livelli di cash holdings possano incrementare il valore di imprese *financially constrained*. Darkhor e Nahandi (2012) mostrano il diverso ruolo del cash

holdings per imprese *financially constrained* e *unconstrained*. Anche Denis e Sibilkov (2010) forniscono evidenze che il valore del cash holdings è maggiore per imprese *financially constrained* piuttosto che per imprese *unconstrained*. In particolare, Harford, Humphery-Jenner e Powell (2012) verificano che i costi di agenzia derivanti dalla detenzione di abbondante liquidità sono più bassi per imprese finanziariamente vincolate, data la minore discrezionalità manageriale e quindi le minori possibilità di investire in progetti non redditizi.

H.3: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dalla costrizione finanziaria.

Quotazione

Lo status di impresa non quotata può avere effetti importanti sulla liquidità. Infatti, le opportunità di finanziamento esterno per imprese *unlisted* sono inferiori a quelle disponibili per imprese quotate, e questo potrebbe determinare una maggiore necessità a detenere cash per le imprese non quotate. In altri termini, le imprese *unlisted* potrebbero detenere elevate quantità di denaro, non distribuendo totalmente agli azionisti i flussi di cassa derivanti dalla gestione, al fine di superare problemi di *financial constraint* e poter finanziare, senza particolari difficoltà, i loro progetti di investimento (Kim, 1999). D'altro canto, l'impresa non quotata non è soggetta a vincoli di trasparenza dei documenti contabili e a comunicazioni finanziarie per informare tempestivamente gli azionisti e il mercato. Ulteriormente, non deve sottostare a controlli da parte degli organismi istituzionali operanti nei mercati borsistici preposti al fine di garantire la tutela degli investitori. In tal modo, una maggiore opacità informativa e un minore monitoring del mercato finanziario esterno influenzano i rapporti fra la governance aziendale e gli azionisti di minoranza nelle imprese non quotate, determinando il probabile aumento dei conflitti d'interesse, con una conseguente crescita dei costi di agenzia (Chittenden, Hall e Hutchinson, 1996). Di conseguenza, soprattutto in contesti istituzionali poco efficienti in cui è scarsa la protezione per i piccoli investitori, la disponibilità di cash stock in imprese non quotate, rispetto a quelle quotate in Borsa, potrebbe essere indirizzata più facilmente verso il soddisfacimento di interessi personali piuttosto che alla creazione di valore per l'impresa, creando occasioni per cui chi ha il controllo può sottrarre valore a danno di altri stakeholder aziendali.

H.4: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dallo status di impresa non quotata.

Diversificazione

Lo status di impresa diversificata ha notevoli implicazioni sulla gestione dell'impresa, con rilevanti potenziali costi e benefici che possono alterare la consistenza del cash holdings. Da un lato, nelle imprese diversificate si può creare un mercato interno dei capitali (Stein, 1997), in grado di ottimizzare la gestione dei fabbisogni finanziari fra divisioni. Inoltre, la minore volatilità dei flussi di cassa, unitamente a processi di reciproca assistenza finanziaria fra divisioni, riduce la rischiosità aziendale e, attraverso il cosiddetto effetto *coinsurance*, un eventuale richiesta di credito nel mercato dei capitali esterno risulta essere facilitata (Shin e Park, 1999; Khanna e Palepu, 1997; Lewellen, 1971). In particolare, le imprese che diversificano in settori ben differenti dall'originario *core business* (imprese *unrelated diversified*), godono in maniera piena delle sinergie finanziarie connesse alla diversificazione. In tal modo, le imprese diversificate, soprattutto quelle *unrelated*, si mostrano meno *financially constrained* rispetto a imprese focalizzate su un unico *core business*. Per tali imprese, di conseguenza, gli aspetti positivi derivanti dal cash holdings potrebbero ridursi a causa di un effetto sostituzione.

Dall'altra parte, la diversificazione d'impresa può determinare il sorgere di costi di agenzia derivanti da costi amministrativi e di coordinamento gerarchico fra le divisioni, oltre che da possibili inefficienze nei processi di allocazione interne di risorse (Lamont, 1997; Scharfstein e Stein, 2000). Strategie di sviluppo dimensionale e di diversificazione, motivate opportunisticamente dal desiderio di *empire-building* dei manager, potrebbero essere favorite dalla disponibilità di cash (Jensen, 1986). Al riguardo, Tong (2011) riscontra come la diversificazione riduca il valore del cash holdings a causa della presenza di problemi di agenzia. Inoltre, nelle imprese diversificate potrebbero attivarsi strategie di *cross-subsidization*, vale a dire distrazioni di risorse aziendali da divisioni con scarse opportunità di investimento a discapito di divisioni con buone opportunità di investimento. Di conseguenza, in base a tale prospettiva, in imprese diversificate la presenza di cash stock andrebbe ad acuire problemi di opportunismo.

H.5: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dalla diversificazione.

Crisi

I benefici del cash holdings possono essere molto rilevanti in periodi in cui si verificano shock macroeconomici. Infatti, per molte imprese, il finanziamento esterno diventa troppo costoso e/o problematico da ottenere a causa

della difficoltà di accesso nei mercati finanziari. Pertanto, le imprese tendono ad aumentare le consistenze di cassa in modo da evitare di dover dipendere dalla raccolta di capitali nei mercati esterni in situazioni di crisi/recessione. Adjei (2013), confrontando i rendimenti delle imprese nell'anno 2008, osserva che le performance aziendali diminuiscono significativamente dopo l'inizio della crisi. Il calo maggiore delle performance si registra in imprese con basse riserve di liquidità o con elevato debito a breve scadenza, in imprese *financially constrained* oppure in imprese che operavano in settori dipendenti da finanziamenti esterni. La presenza di riserve di liquidità aiutano le imprese a mantenere posizioni finanziarie sane e ridurre la probabilità di fallimento durante la crisi finanziaria. Durante una crisi finanziaria, le imprese osservano la diminuzione dei cash flow e, quindi, per finanziare i propri progetti di investimento potrebbero fare ricorso alle riserve di cassa e/o sottoscrivere nuovo debito oppure emettere equity per salvaguardare gli equilibri aziendali. Ad esempio, Duchin, Ozbas e Sensoy (2010) riscontrano quale conseguenza di shock negativi nell'offerta di *external funding* rilevanti riduzioni negli investimenti proprio in imprese con basse riserve di liquidità aziendale. Faulkender e Wang (2006), Acharya, Almeida e Campello (2007), Denis e Sibilkov (2010) e Frésard (2010) forniscono evidenze empiriche che mostrano i benefici del cash holdings quando le imprese si trovano ad affrontare shock negativi sul mercato finanziario. Pertanto, se le condizioni economiche nel mercato esterno determinano un aumento nel costo delle risorse esterne oppure razionamento del capitale, con un'ampia forbice fra costo delle risorse esterne rispetto a quelle interne³, si creano difficoltà finanziarie rilevanti per quelle imprese che non dovessero avere fondi interne disponibili. In virtù di tali considerazioni, la relazione fra cash holdings e performance è significativamente moderata dalla recente crisi finanziaria quale proxy di shock macro-economici.

H.6: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata da shock macroeconomici.

Sviluppo del sistema finanziario

Negli ultimi anni, l'interesse accademico per il ruolo che il sistema finanziario può svolgere nel processo di crescita, sia in contesti in via di sviluppo che nei paesi industrializzati, è aumentato considerevolmente. Rajan e Zin-

³ Alcuni studi suggeriscono che il wedge fra costo delle risorse esterne vs interne aumenta durante periodi di recessione e si riduce durante periodi di espansione economica (Gertler e Hubbard, 1989; Lamont, 1997).

gales (2001) sostengono che il sistema finanziario abbia una propria identità, connessa al sistema legale e di enforcement, in grado di per sé di offrire una serie di servizi essenziali a supporto dello sviluppo economico delle imprese. I due autori osservano come i servizi offerti da un sistema finanziario, indipendentemente basato sul funzionamento degli intermediari finanziari o del mercato, abbiano un ruolo di influenza fondamentale a supporto della crescita industriale di un paese⁴. Ulteriormente, in presenza di un contesto istituzionale inefficiente, con un mercato finanziario poco sviluppato, il basso livello di tutela degli investitori crea pericolose situazioni di opportunismo (Djankov *et al.*, 2008). Nei paesi in cui i sistemi giuridici riescono a far rispettare i diritti di proprietà privata, supportano gli accordi contrattuali dei privati e proteggono i diritti legali degli investitori, i risparmiatori sono più disposti a finanziare i privati e i mercati fioriscono. Un sistema finanziario più sviluppato fornisce sostegno finanziario alle imprese in modo più efficiente e provvede ad ulteriore controllo sul comportamento opportunistico da parte del management. Kalcheva e Lins (2007) e Dittmar e Mahrt-Smith (2007) riscontrano un valore del cash stock inferiore in paesi in cui la protezione per gli investitori è bassa. Anche Pinkowitz, Stulz e Williamson (2003), esaminando il valore delle imprese che detengono attività liquide, arrivano alla conclusione che le disponibilità di cassa detenute dalle imprese nei Paesi con istituzioni poco sviluppate contribuiscono notevolmente a determinare un valore inferiore delle azioni rispetto alle attività liquide detenute dalle imprese nei paesi con istituzioni migliori. Faulkender e Wang (2006) evidenziano che il valore del cash holdings diminuisce per miglioramenti nell'accesso al credito.

H.7: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dallo sviluppo del sistema finanziario.

1.3. Dati e metodologia

Il modello proposto viene testato su un campione di imprese italiane estratte dalla banca dati Mediobanca – Ricerche & Studi. Il campione oggetto della presente analisi si compone di imprese italiane quotate e non, monitorate per il periodo 1980-2011 (32 anni). Nel processo di selezione del campione non sono state selezionate imprese appartenenti al settore finanziario e assicurativo. Pertanto, il campione d'analisi si compone di 253 imprese e 2819 osservazioni.

⁴ Rajan e Zingales (2001), documentando la presenza di una rilevante relazione di causa-effetto fra tipi e qualità dei servizi offerti dal sistema finanziario e sviluppo economico, sottolineano la necessità di ulteriori ricerche empiriche su tale tema.

Per verificare il ruolo di fattori di moderazione sul segno e l'intensità della relazione fra cash holdings e performance viene applicato il seguente modello empirico.

$$\text{Performance} = f(\text{Cash holdings, Variabili di Moderazione, Cash holdings} \times \text{Variabili di Moderazione, Variabili di Controllo})$$

Un dettaglio delle variabili utilizzate, sia per misurare effetti diretti che per apprezzare la rilevanza delle moderazioni, sono riportate nell'appendice 1. Come variabile dipendente nello studio vi è utilizzato il ROA, quale proxy delle performance d'impresa, misurato dal rapporto fra risultato operativo e totale attivo. Dato che in Italia, più che in altri paesi europei, il mercato azionario ha una rilevanza marginale e poche sono le imprese quotate, è stata considerata una misura contabile di performance, in modo da poter considerare un più ampio campione di imprese (Dittmar e Mahrt-Smith, 2007; Frésard, 2010). Considerato che la performance operativa può essere influenzata dal settore di appartenenza, si usa una misura corretta per il settore di appartenenza, *industry adjusted roa* (secondo la tassonomia di Pavitt); ciò permette di esaminare le performance a prescindere da qualsiasi fattore a livello settoriale che possa influenzare il risultato operativo. È probabile che il cash holdings potrebbe offrire un vantaggio competitivo superiore in alcuni settori rispetto ad altri. Come riportato da La Rocca e Faraci (2011) e suggerito da Slater e Zwirlein (1992), le imprese non dovrebbero essere in grado di realizzare un Roa superiore alla media nel loro settore, se non si detiene un vantaggio competitivo. Pertanto, il Roa rappresenta una linea-guida della capacità aziendale di creare valore (Varaiya, Kerin e Weeks, 1987) e il Roa industry-adjusted viene usato tradizionalmente per approssimare il potere di mercato dell'impresa (Bettis, 1981). Nello specifico, la misura di performance operativa viene corretta sottraendo dal valore dell'indicatore, per ogni impresa e per ogni anno di osservazione, il valore medio per le imprese che appartengono allo stesso settore.

La variabile indipendente chiave è Cash holdings, misurato come le disponibilità di cassa ed equivalenti sul totale dell'attivo. Oltre alla cassa vengono considerati anche investimenti a breve termine e ad altra liquidità (facilmente convertibili in denaro e che comportano un rischio di perdita di valore irrilevante). Inoltre, è stata inserita nel modello anche la variabile cash al quadrato per verificare la presenza di un eventuale legame non lineare.

Nel modello sono presenti alcune variabili di controllo (*leverage, tangibility, size, growth opportunity*), considerate dalla letteratura passata come im-

portanti determinanti delle performance d'impresa. La variabile *leverage*, misurata attraverso il rapporto fra debiti finanziari su debiti finanziari più equity, permette di monitorare la capacità di acquisire ulteriori risorse finanziarie esterne. La variabile *tangibility*, calcolata attraverso il rapporto fra attività tangibili e totale attività, è utile per misurare il peso degli asset aziendali potenzialmente utilizzabili come garanzie patrimoniali nelle richieste di affidamento, riducendo in tal modo il grado di asimmetrie informative e di *information opacity*. La variabile *size*, misurata come logaritmo delle attività totali, evidenzia come una superiore dimensione aziendale, offrendo maggiori garanzie patrimoniali e stabilità dei flussi di cassa, dovrebbe essere inversamente proporzionale alla probabilità di default. La variabile *growth opportunity* tiene conto delle opportunità di crescita dell'impresa ed è misurata attraverso il tasso di crescita delle vendite. Fra le altre variabili di controllo sono state inserite delle variabili dummy che hanno permesso di tener conto del ruolo delle imprese che effettuano una diversificazione di prodotto, delle imprese che hanno a controllo familiare, delle imprese che hanno investitori istituzionali e quelle non quotate in Borsa.

In merito ai fattori di moderazioni, molteplici sono i criteri applicati in modo da testare le ipotesi di ricerca. Da un punto di vista empirico, al fine di verificare l'effetto del debito viene utilizzata una variabile di interazione tra cash holdings e una dummy pari a 1 se l'impresa ha un elevato livello di indebitamento (in base al valore mediano). Per testare se la relazione fra cash holdings e valore è moderata dalla presenza di investitori istituzionali nel capitale di rischio, viene considerata una variabile d'interazione fra il cash holdings e una dummy pari a 1 in caso di impresa con al suo interno investitori istituzionali.

Per indagare la rilevanza di problemi di *financial constraint* viene applicato l'indice Whited e Wu (2006). Si tratta di un indice costruito attraverso l'applicazione della seguente formula: $-0.091 \times CF - 0.062 \times DIVPOS + 0.021 \times TLTD - 0.044 \times LNTA + 0.102 \times ISG - 0.035 \times SG$. Deriva dalla combinazione lineare di sei fattori: CF è il rapporto tra il flusso di cassa e il totale dell'attivo; DIVPOS è un indicatore che assume il valore di uno se l'impresa paga dividendi, TLTD è il rapporto tra il debito a lungo termine e il totale dell'attivo, LNTA è il logaritmo naturale del totale delle attività, ISG è la percentuale della crescita delle vendite del settore in cui opera l'impresa, SG è percentuale della crescita delle vendite dell'impresa. Valori elevati dovrebbero identificare imprese vincolate finanziariamente. Seguendo la metodologia utilizzata da Almeida, Campello e Weisbach (2004), è stato suddiviso il campione in due gruppi di imprese (*financially constrained* vs *financially unconstrained*), a seconda dei valori assunti

dall'indice di Whited e Wu (2006). In particolare, per misurare tale effetto di moderazione viene usata una variabile di interazione fra il cash holdings e una dummy pari a 1 per imprese *constrained* che presentano un valore elevato dell'indice di Whited-Wu (superiore ai primi due decili), altrimenti zero.

Al fine di verificare differenze fra imprese quotate e non, viene considerata l'interazione fra cash holdings e una dummy *unlisting*, pari a 1 in caso di imprese non quotate. Per testare se la relazione fra cash holdings e valore è moderata dalle politiche di diversificazione, viene considerata una variabile d'interazione fra il cash holdings e una dummy pari a 1 in caso di impresa multi business, operante in più di un settore industriale. Inoltre, per esaminare il ruolo del cash holdings sulle performance d'impresa durante la recente crisi finanziaria, quale proxy del ruolo di shock macro-economici, si considera l'interazione fra il cash holdings e delle variabili dummy per gli anni di crisi, dal 2008 al 2011 (ultimo anno nel campione). Al riguardo, è opportuno segnalare che l'Italia è stata particolarmente colpita a partire dal 2008 dalla recente crisi, che ha riportato indietro di dieci anni i livelli di produzione (Accetturo, Giunta e Rossi, 2011).

Inoltre, per misurare l'effetto dello sviluppo del sistema finanziario sulla relazione fra liquidità e performance, si considera l'interazione tra il cash holdings e una variabile dummy riforma bancaria pari a 1 per gli anni successivi 1990, vale a dire quando è stata attuata la riforma del sistema bancario. L'attuale fisionomia del sistema bancario e finanziario è il frutto di un complesso processo che ne ha modernizzato la struttura e lo ha condotto a una piena integrazione nei maggiori mercati internazionali. Le tappe principali di tale lungo percorso sono state l'introduzione del Testo Unico della banca e della finanza e le privatizzazioni, con un intenso processo di consolidamento e la progressiva apertura all'estero del sistema. Inoltre, vengono inserite delle misure del livello di sviluppo del mercato finanziario. Una prima misura, sempre con riferimento al ruolo del sistema bancario in Italia, considera l'interazione tra il cash holdings e una variabile di sviluppo bancario, calcolata come rapporto fra credito privato delle banche e altri istituti finanziari su PIL. Ulteriormente, per misurare lo sviluppo del mercato azionario, sostanzialmente poco sviluppato rispetto non solo a quello americano, ma anche in confronto ad altri paesi europei, si utilizza una variabile di sviluppo del mercato, calcolata come rapporto fra capitalizzazione di mercato e PIL.

1.4. Campione di analisi e statistiche descrittive

Un'analisi descrittiva delle variabili permette di comprenderne caratteristiche e attributi principali, fornendo un supporto fondamentale per l'interpretazione delle relazioni risultanti attraverso l'uso di regressioni. La tabella 1 fornisce informazioni sulle principali caratteristiche statistiche delle variabili utilizzate nell'analisi.

Come atteso, sulla base della letteratura corrente, all'interno del campione, in media, la percentuale di liquidità detenuta nelle imprese italiane si attesta al 7.8%, in linea con quanto si riscontra nei principali studi in materia. Allo stesso tempo, considerato un campione composto sia da imprese quotate che non quotate, e siccome il contesto italiano risulta essere fortemente caratterizzato da imprese familiari, in media, il livello di concentrazione di imprese familiari è molto alto. La percentuale raggiunta è poco più del 58%. L'indice di indebitamento medio nel campione si attesta al 44%.

Tab. 1 – Statistiche descrittive

Variabili	Media	Deviazione Standard	1° Quartile	Mediana	3° Quartile
Adj_Roa	0.000	0.077	-0.044	-0.007	0.032
Cash holdings	0.078	0.105	0.015	0.045	0.101
Leverage	0.441	0.238	0.264	0.448	0.606
Tangibility	0.369	0.176	0.243	0.345	0.470
Size	20.42	1.452	19.51	20.36	21.12
Growth Opportunity	0.111	0.533	-0.004	0.066	0.157
D_Diversification	0.524	0.500	0	1	1
D_Family	0.584	0.493	0	1	1
D_Unlisting	0.617	0.488	0	0	1
D_Institutional Investor	0.369	0.482	0	0	1
D_Constrained firms	0.184	0.387	0	0	0

La tabella 2 mostra il livello di correlazione tra le variabili utilizzate nell'analisi econometrica.

In generale, non si segnalano problemi di correlazioni fra variabili che potrebbero alterare la validità dei risultati econometrici a causa di multicollinearità. Inoltre, il test VIF (variance inflator factor), mostra che la correlazione fra le variabili indipendenti è marginale, ossia non di un livello tale da alterare la significatività dei risultati.

Tab. 2 – Matrice delle correlazioni

Variabili	1	2	3	4	5
1 Adj_Roa	1.000				
2 Cash holdings	0.144 (0.000)	1.000			
3 Leverage	-0.225 (0.000)	-0.125 (0.000)	1.000		
4 Tangibility	-0.083 (0.000)	-0.171 (0.000)	0.033 (0.073)	1.000	
5 Size	-0.052 (0.005)	-0.034 (0.060)	0.128 (0.000)	0.320 (0.000)	1.000
6 Growth Opportunity	0.054 (0.004)	-0.002 (0.910)	0.025 (0.176)	-0.012 (0.520)	0.035 (0.059)
7 D_Diversif.	-0.050 (0.007)	-0.003 (0.841)	0.061 (0.001)	0.051 (0.006)	0.172 (0.000)
8 D_Family	0.067 (0.003)	0.144 (0.000)	0.014 (0.456)	-0.053 (0.004)	-0.155 (0.000)
9 D_Unlisting	0.036 (0.183)	-0.066 (0.000)	0.018 (0.458)	-0.159 (0.000)	-0.215 (0.000)
10 D_Institutional Investor	-0.135 (0.000)	-0.070 (0.000)	0.094 (0.000)	0.197 (0.000)	0.211 (0.000)
11 D_Constrained firms	-0.017 (0.386)	0.040 (0.049)	-0.068 (0.001)	-0.114 (0.000)	-0.667 (0.000)
Variabili	6	7	8	9	10
1 Adj_Roa					
2 Cash holdings					
3 Leverage					
4 Tangibility					
5 Size					
6 Growth Opportunity	1.000				
7 D_Diversif.	0.007 (0.680)	1.000			
8 D_Family	-0.009 (0.714)	0.025 (0.174)	1.000		
9 D_Unlisting	-0.025 (0.388)	-0.117 (0.000)	-0.133 (0.000)	1.000	
10 D_Institutional Investor	0.027 -0.185	0.142 (0.000)	-0.08 (0.000)	0.387 (0.000)	1.000
11 D_Constrained firms	-0.059 (0.004)	-0.037 (0.070)	0.002 (0.892)	-0.018 (0.364)	-0.038 (0.071)
					1.000

1.5. Risultati empirici della relazione fra cash holding e valore

Nel presente paragrafo vengono descritti i risultati dell'analisi empirica sulla relazione fra cash holdings e valore. La tabella 3 riporta i risultati dell'analisi di regressione senza l'utilizzo dei moderatori, in modo da apprezzare il segno e l'intensità del legame fra cash holdings e performance d'impresa. Considerando che stime basate sui minimi quadrati (OLS) potrebbero risultare distorte e per evitare problemi di eterogeneità, viene applicata un robust fixed effect panel model⁵. Inoltre, viene applicata la tecnica GMM per testare quanto robusti possano essere i risultati rispetto ad eventuali problemi di endogeneity⁶. In particolare viene considerato il c.d. System GMM (SYS-GMM) di Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998). Utilizzando tale tecnica, si tiene conto dei suggerimenti forniti da Roodman (2009).

I risultati del *fixed-effect model* sono riportati nella tabella 3 colonne (1), (2) e (4), mentre la colonna (3) riporta i risultati OLS. I precedenti risultati sono confermati nella tabella 3 colonna (5) applicando il modello GMM. In tale ultimo caso, le assunzioni chiavi risultano verificate. Per prima cosa, la statistica Hansen J verifica l'assenza di correlazione tra strumenti e termine d'errore. Pertanto, gli strumenti usati sono validi. Inoltre, la statistica AR(2), sviluppata da Arellano e Bond (1991) mostra la mancanza di problemi di correlazione seriale di secondo ordine.

I risultati ottenuti attraverso lo stimatore fixed effect (tabella 3 colonna (1)), in linea con le aspettative, rivelano un effetto positivo del cash holdings sulle performance d'impresa, in quanto la variabile principale oggetto dello studio risulta essere statisticamente significativa. La colonna (2) della tabella 3 riporta i risultati della relazione non-lineare tra cash holdings e valore; viene confermata la rilevanza di un effetto positivo e monotono.

⁵ In generale, il test di specificazione di Hausman suggerisce di preferire il modello *fixed-effect* a quello *random-effect*.

⁶ È stata utilizzata la variabile dipendente laggata da t-1 a t-2 e come endogeni le variabili che con molta probabilità sono simultaneamente determinante con le performance (cash holdings, size, leverage e growth opportunity) laggate da t-2 a t-3. Inoltre, le dummy settore e anno sono anche utilizzate come strumenti, in modo da tenere sotto controllo la presenza di effetti macroeconomici. Le restanti variabili sono state considerate esogene.

Tab. 3 – Risultati sull'effetto del cash holdings sulle performance di impresa

	(1) FE	(2) FE	(3) OLS	(4) FE	(5) GMM
Variabili	Adj_Roa	Adj_Roa	Adj_Roa	Roa	Roa
Cash holdings	0.037** (0.011)	-0.012 (0.020)	0.051*** (0.019)	0.039*** (0.011)	0.047*** (0.012)
Cash holdings ²		0.051** (0.023)			
Leverage	-0.072*** (0.006)	-0.072*** (0.006)	-0.089*** (0.008)	-0.079*** (0.006)	-0.069*** (0.005)
Tangibility	-0.033*** (0.011)	-0.038*** (0.011)	-0.040*** (0.010)	-0.031*** (0.011)	-0.33** (0.010)
Size	-0.017*** (0.002)	-0.017*** (0.002)	-0.001 (0.002)	-0.012*** (0.002)	-0.015*** (0.001)
Growth Opportunity	0.012*** (0.003)	0.012*** (0.003)	0.013** (0.005)	0.012*** (0.003)	0.010*** (0.002)
D_Diversified firms	-0.003 (0.004)	-0.002 (0.004)	-0.006* (0.003)	0.002 (0.004)	0.003 (0.005)
D_Family	-0.030** (0.014)	-0.028* (0.014)	0.014*** (0.004)	-0.017 (0.013)	-0.019 (0.016)
D_Unlisted firms	0.010* (0.006)	0.007 (0.005)	0.014*** (0.004)	0.010** (0.004)	0.007* (0.003)
D_Institutional Investor	0.007 (0.010)	0.008 (0.010)	-0.013*** (0.004)	0.011 (0.010)	0.007 (0.021)
D_Constrained firms	-0.012*** (0.004)	-0.012*** (0.004)	-0.014** (0.006)	-0.016*** (0.004)	-0.013*** (0.004)
Observations	2,819	2,819	2,819	2,819	2,381
R-squared	0.125	0.120	0.118	0.119	
Number of id	253	253	253	253	
AR(1)					5.17
AR(2)					0.94
Hansen Test					116.33

Note: la tabella riporta i risultati di regressioni FE, OLS pooled e GMM, in cui la variabile dipendente è una misura di performance industry adjusted (adj_roa). Le variabili sono descritte nell'appendice 1. Le dummy temporali e le dummy relative al settore di appartenenza sono incluse nel modello. Fra parentesi sono riportati gli standard error robust. (*), (**) e (***) indicano la significatività statistica di ciascun coefficiente a un livello del 10%, del 5% e dell'1%, rispettivamente.

Le variabili di controllo, ossia *leverage*, *tangibility*, *size* e *growth opportunity*, hanno generalmente un coefficiente statisticamente significativo; in particolare, le opportunità di crescita incidono con segno positivo, mentre le altre hanno un effetto negativo sulle performance aziendali. La relazione negativa tra *tangibility* e *cash holdings* indica che le imprese con asset tendenzialmente facilmente liquidabili accumulano meno scorte di denaro, in modo da ridurre al minimo i costi opportunità derivanti dalla detenzione di liquidità.

Inoltre, come *robustness* vengono impiegati metodi di stima alternativi. Applicando il modello OLS pooled (colonna (3) tabella 3), i risultati sono qualitativamente identici e non modificano le conclusioni a cui si è giunti, soprattutto in merito all'effetto positivo del *cash holdings*. L'unica differenza riscontrabile è nella perdita di significatività della variabile *size*.

Considerando che la misura di performance utilizzata, corretta per le specificità settoriali, potrebbe influenzare i risultati ottenuti, viene considerato direttamente il ROA (colonna (4) tabella 3). Anche in questo caso, i risultati rimangono qualitativamente invariati, confermando l'effetto positivo del *cash holdings* sul valore d'impresa.

Ulteriormente, applicando la tecnica GMM si verifica che, anche in presenza di eventuali problemi di endogeneity, i risultati sono confermati. Inoltre, sempre come test di *robustness*, si cerca di ovviare al problema dall'uso del Roa, ossia inerente la sua natura di misura di performance *accounting-based* derivate da dati di bilancio che riflettono le performance passate. Applicando il modello d'analisi a un sotto gruppo di imprese quotate, e calcolando il market-to-book ratio (MtB) *industry-adjusted*, misura di performance mista che incorpora le aspettative del mercato sulle opportunità di crescita, si riscontrano risultati simili nel segno e con pari elevata significatività statistica.

1.6. Effetti di moderazione fra *cash holdings* e valore

Nonostante i risultati mostrino un effetto (netto) positivo del *cash holdings* sulle performance aziendali, non è detto che tale relazione non sia influenzata da fattori in grado di modificare segno e intensità del valore del *cash holdings*. Pertanto, al fine di verificare in che modo sia caratteristiche *firm-specific* che fattori inerenti il contesto istituzionale possano influenzare il ruolo del *cash holdings*, vengono di seguito condotte delle analisi per testare l'effetto condizionato del *cash holdings* sulle performance di impresa. Pertanto, vengono introdotte all'interno del modello di analisi delle variabili

d'interazione fra cash holdings e, alternativamente, alcune variabili dummy in grado di misurare l'effetto parziale del cash holdings sulle performance.

La successiva tabella 4 mostra il riscontro empirico e la relativa significatività statistica con riferimento alla relazione fra cash holdings e performance condizionata da variabili intervenienti. In particolare, nella colonna (1) della tabella 4 sono riportati i risultati inserendo tutte le variabili di moderazioni in un unico modello. Nelle successive colonne sono riportati i risultati considerando singolarmente per ogni variabile interveniente. In generale, osservando il cambiamento nell' R^2 si osserva una maggiore varianza spiegata, seppur in maniera contenuta, grazie all'introduzione nel modello dei moderatori firm-specific pari a 0.02 (p -value 0.02). Si nota come sia soprattutto l'introduzione dell'interazione con la dummy *financial constraint* ad aumentare la variabilità spiegata.

I risultati presentati nella tabella 4 non confermano l'ipotesi H.1, in quanto il coefficiente della variabile di interazione inerente l'indebitamento non risulta statisticamente significativo ($\beta = 0.005$, $s.e. = 0.020$). Pertanto, i risultati mostrano che, la presenza di un alto debito nelle imprese, non cambia l'effetto del cash holdings sulle performance. In merito al ruolo del debito, potrebbe essere importante approfondire in future ricerche il ruolo di tale variabile investigando il potenziale impatto di problemi di *risk shifting* e *debt overhang*. Allo stesso modo, risulta non statisticamente significativo il ruolo del cash holdings fra imprese focalizzate e diversificate. Infatti, i risultati inerenti l'interazione fra cash holdings e diversificazione non supportano l'ipotesi H.5 ($\beta = 0.011$, $s.e. = 0.003$). Lo status di impresa diversificata non modifica l'effetto del cash holdings sulle performance.

Ulteriormente, l'effetto della detenzione di liquidità sulle performance dipende dalla presenza nel capitale dell'impresa di investitori istituzionali, a conferma dell'ipotesi H.2. Tali investitori istituzionali amplificano l'impatto positivo del cash holdings sulle performance ($\beta = 0.032$, $s.e. = 0.014$). La partecipazione al capitale di rischio degli investitori istituzionali, i quali sono generalmente interessati a un rapido aumento del valore dell'impresa, può dirimere potenziali conflitti tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza.

Tab. 4 – Risultati sul ruolo dei fattori firm-specific di moderazione sulla relazione fra cash holdings e performance di impresa

	(1) FE	(2) FE	(3) FE	(4) FE	(5) FE	(6) FE
Variabili	Adj_Roa	Adj_Roa	Adj_Roa	Adj_Roa	Adj_Roa	Adj_Roa
Cash holdings	0.024*** (0.009)	0.028** (0.013)	0.013 (0.014)	0.086*** (0.019)	0.013 (0.018)	0.035*** (0.010)
D_High Debt	-0.014 (0.015)	-0.007 (0.004)				
D_High Debt × Cash holdings	0.005 (0.020)	0.007 (0.027)				
D_Institutional Investor	0.013 (0.022)	0.007 (0.019)	0.008 (0.010)	0.005 (0.018)	0.011 (0.022)	0.010 (0.013)
D_Institutional Investor × Cash holdings	0.032** (0.014)		0.051** (0.022)			
D_Unlisted firms	0.011*** (0.001)	0.009* (0.005)	0.007 (0.008)	0.016*** (0.005)	0.010* (0.004)	0.012* (0.006)
D_Unlisted firms × Cash holdings	-0.132*** (0.035)			-0.095*** (0.023)		
D_Diversified firms	-0.001 (0.006)	-0.002 (0.005)	-0.002 (0.004)	-0.002 (0.004)	-0.005 (0.006)	-0.004 (0.007)
D_Diversified firms × Cash holdings	0.011 (0.003)				0.029 (0.021)	
D_Constrained firms	0.044*** (0.015)	0.038*** (0.010)	0.030*** (0.011)	0.036*** (0.008)	0.041*** (0.012)	0.028*** (0.004)
D_Constrained firms × Cash holdings	0.039*** (0.013)					0.027*** (0.009)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
R-squared	0.145	0.111	0.115	0.110	0.114	0.138
Number of ID	253	253	253	253	253	253

Nota: la tabella riporta i risultati di regressioni FE, in cui la variabile dipendente è una proxy della performance aziendale. Tra le variabili esplicative di interesse vi sono i valori del cash holdings e i fattori firm-specific come variabili di interazione. Le dummy temporali e le dummy relative al settore di appartenenza sono incluse nel modello, ma i coefficienti non sono riportati. Fra parentesi sono riportati gli standard error robust. (*), (**) e (***) indicano la significatività statistica di ciascun coefficiente a un livello del 10%, del 5% e dell'1%, rispettivamente.

Osservando lo status di impresa non-quotata, rispetto a quello di impresa quotata, si nota un impatto negativo del cash holdings sulle performance. Il coefficiente della variabile interazione è negativo e statisticamente significativo ($\beta = -0.132$, $s.e. = 0.035$), ed è superiore al valore dell'effetto positivo diretto delle cash holdings sulle performance. Di conseguenza, un elevato cash holdings nelle società non quotate sembra condurre a minori performance aziendali. Infine, con riferimento alla presenza di problemi di *financial constraint*, il coefficiente stimato del termine di interazione è positivo e statisticamente significativo ($\beta = 0.039$, $s.e. = 0.013$). L'effetto positivo del cash holdings sulle performance aumenta notevolmente in imprese *financially constrained*.

La tabella 5 mostra l'evidenza empirica riguardante il rapporto tra cash holdings e performance, moderata da variabili istituzionali. Nella colonna (1) della tabella 5 sono riportati i risultati mettendo tutte le variabili di moderazioni in un unico modello. Nelle successive colonne sono riportati i risultati considerando singolarmente per ogni variabile interveniente. In generale, non si osserva un cambiamento statisticamente significativo nell' R^2 successivo all'introduzione nel modello dei moderatori istituzionali, mostrando un valore inferiore a 0.01 (p -value 0.17).

La variabile cash holdings risulta sempre statisticamente significativa e il coefficiente positivo evidenzia la rilevanza economica di tale variabile nell'influenzare le performance delle imprese.

I risultati presenti nella tabella 5, relativi all'interazione fra cash holdings e le dummy anno, con riferimento al periodo di crisi finanziaria, evidenziano la rilevanza della detenzione di liquidità. Imprese con riserve di liquidità hanno avuto una superiore capacità di sostenere le performance aziendali in tale periodo. In periodi di crisi in cui le imprese vedono ridursi il loro giro di affari e assistono ad una conseguente diminuzione dei profitti, il cash stock si conferma uno strumento valido e alternativo, come affermato dalla motivazione precauzionale, alle risorse monetarie provenienti dai mercati finanziari. Per cui, avere delle riserve di cassa consente alle imprese di avere un buffer finanziario che permette loro di sostenere progetti di investimento che altrimenti si perderebbero, considerate le difficoltà di accesso al mercato dei capitali esterno. In particolar modo negli anni dal 2008 al 2010 la detenzione di liquidità ha avuto un impatto ancora più positivo che in passato sulle performance. Detenere cash stock è stato molto importante nel 2008 e nel 2009, anni di profonda crisi, e poi di meno nel 2010, fino a che nel 2011 non è stata rilevata più differenza con gli anni precedenti al 2008.

Tab. 5 – Risultati sul ruolo dei fattori istituzionali di moderazione sulla relazione fra cash holdings e performance di impresa

Variabili	(1) FE Adj_Roa	(2) FE Adj_Roa	(3) FE Adj_Roa	(4) FE Adj_Roa	(5) FE Adj_Roa
Cash holdings	0.039*** (0.013)	0.026** (0.012)	0.045*** (0.014)	0.041*** (0.030)	0.062** (0.025)
D_2008 × Cash holdings	0.040** (0.018)	0.050** (0.023)			
D_2009 × Cash holdings	0.053*** (0.010)	0.033** (0.014)			
D_2010 × Cash holdings	0.022* (0.013)	0.013* (0.007)			
D_2011 × Cash holdings	0.013 (0.011)	0.007 (0.005)			
Bank Reform	-0.001 (0.009)		-0.002 (0.004)		
Bank Reform × Cash holdings	-0.023* (0.014)		-0.061*** (0.019)		
Bank Development	0.005 (0.011)			0.002 (0.006)	
Bank Development × Cash holdings	-0.032** (0.014)			-0.071* (0.039)	
Market Development	-0.000 (0.002)				-0.000 (0.007)
Market Development × Cash holdings	-0.037 (0.052)				-0.082 (0.058)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
R-squared	0.131	0.126	0.128	0.126	0.124
Number of id	253	253	253	253	253

Nota: la tabella riporta i risultati di regressioni FE, in cui la variabile dipendente è una proxy della performance aziendale. Tra le variabili esplicative di interesse vi sono i valori del cash holdings e i fattori istituzionali-specific come variabili di interazione. Le dummy temporali e le dummy relative al settore di appartenenza sono incluse nel modello, ma i coefficienti non sono riportati. Fra parentesi sono riportati gli standard error robust. (*), (**) e (***) indicano la significatività statistica di ciascun coefficiente a un livello del 10%, del 5% e dell'1%, rispettivamente.

Con riferimento alle variabili Bank Reform e Bank Development, si rileva che lo sviluppo del sistema finanziario in Italia sembra influenzare fortemente la relazione fra cash holdings e performance. I coefficienti delle variabili di interazione tra il cash holdings e, rispettivamente, la dummy sulla Riforma Bancaria ($\beta = -0.023$, $s.e. = 0.014$), e la variabile sullo sviluppo del sistema bancario ($\beta = -0.032$, $s.e. = 0.014$), sono statisticamente significativi e influenzano negativamente il legame fra liquidità e risultati aziendali. Pertanto, l'effetto positivo della liquidità aziendale appare uno strumento utilizzato dalle imprese per sostenere processi di sviluppo aziendale soprattutto in presenza di inefficienze nel mercato bancario. Miglioramenti nel sistema bancario, e un migliore accesso al credito, riducono l'interesse a detenere stock di cash per non perdere *growth opportunity*.

Se lo sviluppo del mercato bancario appare rilevante nell'influenzare il valore del cash holdings, al contrario, lo sviluppo dei mercati azionari in Italia non sembra aver influenzato il rapporto tra cash holdings e performance. Il coefficiente della variabile di interazione tra il cash holdings e la capitalizzazione di mercato delle imprese sul PIL ($\beta = -0.037$, $s.e. = 0.052$) non è statisticamente significativo. Probabilmente, tale effetto dipende dal fatto che in Italia il numero delle imprese quotate è relativamente basso ed il mercato azionario è effettivamente poco sviluppato, svolgendo un ruolo marginale in termini di supporto alle imprese per poter cogliere opportunità di sviluppo.

1.7. Conclusioni

L'analisi presentata contribuisce in modo significativo alla comprensione di un tema di grande attualità: quali sono per un'impresa le implicazioni legate alla disponibilità di risorse liquide. Il cash holdings, di recente, è stato oggetto di un acceso dibattito nella *financial community*, anche a causa del considerevole aumento di cash stock registrato negli ultimi anni negli Stati Uniti così come in Europa, suscitando notevole attenzione da parte di media e riviste specializzate. I numerosi studi volti ad approfondire motivazioni ed effetti della detenzione di liquidità nelle imprese hanno permesso l'elaborazione di vari modelli per la gestione del cash holdings, sebbene empiricamente appaia ancora controverso comprenderne gli effetti sul valore aziendale. I riscontri positivi, in sintonia con la teoria dei costi di transazione e la rilevanza della *financial flexibility*, rilevano un valore positivo derivante dall'accumulo di cash (Kusnadi, 2011; Chen, 2011; Martínez-Sola, García-Teruel e Martínez-Solano, 2013; O'Brien e Folta, 2009). Di natura opposta altre evidenze, concordanti con la teoria dell'agenzia, che sottolineano un

impatto negativo del cash holdings sulle performance (Luo e Hachiya, 2005; Kalcheva e Lins, 2007; Oler e Waagelein, 2011). Una spiegazione dei differenti effetti del cash holdings sul valore d'impresa può essere data da differenze nelle caratteristiche delle imprese oggetto di analisi, così come del diverso contesto istituzionale in cui esse operano. Ad esempio, sebbene gli attuali processi di integrazione finanziaria fra nazioni e la diffusione di *best practise* e di principi di *corporate governance* abbiano facilitato l'accesso al credito rispetto al passato, la presenza di problemi di *financial constraints* e di opportunismo esercitano un'influenza notevole nelle politiche di cash holdings. Elevati vincoli finanziari aumentano l'importanza del motivo precauzionale nella detenzione di liquidità aziendale, mentre una qualità inferiore della corporate governance potrebbe portare a superiori problemi di agenzia.

È opinione diffusa, soprattutto in realtà come quella italiana, che il supporto finanziario degli istituti di credito sia fondamentale; tuttavia, altrettanto condivisa è la convinzione che la dipendenza dal debito bancario vincola la discrezionalità manageriale e la capacità di cogliere *growth opportunity*. Soprattutto in periodi d'incertezza e di crisi dei mercati, in cui per le imprese è difficile accedere al credito bancario, le stesse potrebbero trovarsi nell'impossibilità di intraprendere progetti d'investimento profittevoli (a VAN positivo) se non avessero la liquidità necessaria. Pertanto, la detenzione di liquidità, rappresenta un efficace strumento in grado di supportare l'impresa nei momenti di difficoltà.

Lo scopo del presente articolo, preso atto delle divergenti argomentazioni in letteratura, è stato quello di testare e approfondire la relazione fra cash holdings e performance d'impresa. In particolare, è possibile meglio comprendere e dirimere controversie su tale relazione analizzando il ruolo di fattori di moderazione *firm-specific* e *country-specific*, che possono rafforzare o indebolire il valore del cash holdings, attraverso due canali: favorendo la possibilità di avviare progetti di investimento, e cogliere *growth opportunity*, in presenza di *financial constraint*, agendo da deterrenti sull'utilizzo per scopi opportunistici del cash.

L'analisi empirica, condotta su un campione di 253 imprese italiane, con riferimento agli anni 1980-2011, ha evidenziato una relazione positiva tra cash holdings e performance d'impresa. Le riserve di liquidità sembrerebbero essere in grado di accrescere il valore dell'impresa.

Lo studio ha analizzato la relazione fra liquidità e performance introducendo alcune variabili di interazione facenti riferimento a caratteristiche *firm-specific*, nonché fattori inerenti il contesto istituzionale. Si tratta di variabili intervenienti sulla relazione oggetto d'analisi che potrebbero influenzare il segno e il grado della relazione. L'analisi dei fattori di moderazione

presente nel contributo di ricerca, appare originale nel fornire una nuova chiave interpretativa sui contrastanti risultati inerenti il legame fra cash holdings e performance. Tale relazione appare significativamente condizionata da diversi fattori di moderazione, i quali, supportando diverse ipotesi derivanti dalla teoria, sono in grado di qualificare la relazione oggetto d'analisi, determinando il prevalere dell'effetto precauzionale oppure dell'opportunismo manageriale. Sebbene alcune variabili di moderazione non sembrano in grado di alterare le performance aziendali (grado di indebitamento, livello di diversificazione di prodotto), altre risultano estremamente rilevanti nell'influenzare il valore della liquidità aziendale.

I risultati mostrano che l'effetto del cash holdings sulle performance è moderato da strumenti di *corporate governance* che delimitano il possibile campo di azione di comportamenti opportunistici. In particolare, tale effetto è positivo nelle imprese in cui alcune quote rilevanti sono detenute da soggetti istituzionali. La partecipazione all'interno dell'impresa di soggetti con forti interessi genera effetti positivi. Ad esempio, la presenza di investitori istituzionali nel capitale sociale, dediti ad un costante e meticoloso monitoraggio dell'operatività del management, determina una riduzione dei costi di agenzia derivanti dalla presenza di eccessiva liquidità, originando una diminuzione nei problemi di opportunismo. Pertanto, sebbene gli investitori istituzionali tendano a preferire investimenti in imprese *cash rich*, essi sembrano in grado di proteggere il valore della liquidità da scelte opportunistiche, offrendo un sistema di incentivi e di controllo in grado di proteggere l'allocazione efficiente delle risorse nelle attività aziendali.

Di converso, nelle imprese non quotate in mercati regolamentati livelli crescenti di cash holdings determinano minori performance d'impresa. I minori controlli cui sono sottoposte tali imprese, rispetto a quelle quotate, creano le condizioni per maggiori problemi di opportunismo manageriale, soprattutto a svantaggio di azionisti e investitori. Elevate riserve di liquidità, particolarmente in contesti con una bassa protezione degli stakeholder finanziari minori, potrebbero favorire manager e azionisti di maggioranza ad utilizzi discrezionali e inefficienti delle risorse aziendali, sfruttando i benefici privati del controllo per attivare strategie di *empire building* e *tunnelling*.

Nelle imprese *financially constrained*, la detenzione di liquidità supporta le performance dell'impresa. I benefici connessi alla liquidità sono in grado di ridurre problemi di *financial constraints*, sostenendo percorsi di crescita e sviluppo aziendale difficilmente realizzabili senza avere reali possibilità di accesso ai finanziamenti derivanti dai mercati dei capitali. I risultati confermano quanto già ipotizzato, ossia che le giacenze di cassa permettono a imprese *financially constrained* di poter intraprendere progetti profittevoli che

altrimenti sarebbero state opportunità perse. Tali imprese adottano politiche di ritenzione di cash al fine di mitigare gli effetti negativi derivanti da problemi di *financial constraints*.

Ancora in merito al ruolo del cash holdings a supporto della *financial viability* aziendale, si evidenzia come la detenzione di consistenze di cassa in periodi di crisi sostengono superiori performance d'impresa. I risultati dei coefficienti delle variabili di interazione fra il cash holdings e gli anni di crisi relativamente all'Italia, dal 2008 al 2011, sono inizialmente, nei primi anni della crisi, positivi e statisticamente significativi e, infine, evidenziano un valore non statisticamente significativo nell'ultimo periodo oggetto di analisi, in cui la crisi sembra essere di portata inferiore. Il valore del cash holdings è particolarmente rilevante proprio negli anni di crisi più intensa, evidenziando il ruolo di buffer di risorse immediatamente disponibili per preservare il corretto svolgimento dell'attività aziendale. È possibile supporre che le minori risorse disponibili sul mercato finanziario, a causa di razionamento e difficoltà di accesso al credito esterno, unitamente alla diminuzione dei flussi di cassa autogenerati dall'impresa, derivanti da una contrazione nei mercati dei prodotti e dalla più generale recessione nell'economia reale, vengano compensate dalla presenza di riserve di cash in grado di salvaguardare gli equilibri aziendali, alimentare investimenti e cogliere opportunità di crescita.

L'introduzione di nuovi regolamenti e riforme nel sistema bancario sembrano annullare gli effetti positivi del cash holdings fino a determinare un effetto negativo sulle performance. Sembra probabile che, in presenza di inefficienze del mercato finanziario, scorte di liquidità siano determinate da motivi precauzionali e dall'interesse a non perdere *growth opportunity*. Al contrario, miglioramenti nell'efficienza e nel livello di sviluppo del sistema finanziario sembrano ridurre il valore del cash holdings nelle imprese. In tal caso, perde rilevanza una delle principali motivazioni a sostegno del cash holdings, ossia la detenzione di liquidità aziendale in qualità di *buffer* finanziario a disposizione per le imprese nei momenti di difficoltà di accesso al credito. Viene, di conseguenza, supportata la tesi secondo cui le istituzioni dovrebbero puntare al continuo miglioramento dei sistemi finanziari, fornendo maggiore protezione legale per gli investitori e definendo politiche in grado di ridurre le asimmetrie informative.

2. CASH HOLDINGS E VALORE: CONFRONTO FRA IMPRESE FAMILIARI NON FAMILIARI

2.1. Introduzione

Negli ultimi venti anni, la relazione tra cash holdings e performance d'impresa si è rivelata di indubbio interesse sia accademico che manageriale, oltre che dei mass-media. Un recente articolo di The Economist evidenzia, in maniera evocativa, che “*U.S. corporations are holding record-high amounts of cash*”. Infatti, nel 2011 le consistenze di cassa per le imprese americane sono state pari a quasi 5.000mld\$, con una crescita nel periodo 1995-2010 del 10%, ben superiore rispetto al valore del 7% riferito al periodo 1980-1995. Ulteriormente, Bates, Kahle e Stulz (2009), facendo riferimento a dati del 2006 del Wall Street Journal, rilevano una disponibilità di cassa nelle sole grandi imprese americane pari a 643mld\$, corrispondenti al 7% del valore di mercato dell'equity delle imprese, di cui 30mld\$ riguardano solo due imprese (Microsoft e Exxon).

Allo stesso modo anche in altri studi (Kim, Mauer e Sherman, 1998; Opler *et al.*, 1999; Foley *et al.*, 2007; Mello, Krishnaswami e Larkin, 2008) si evidenzia un peso del cash holdings sugli asset in un range fra l'8% e il 10,5%. Tale percentuale arriva fino al 12,6% in base ai dati riportati da Drobetz, Grüninger e Hirschvogel (2010) su un campione di imprese in un'analisi cross-country su quarantacinque Paesi. In Europa si riscontrano dati simili. Bloomberg nel 2013¹ evidenzia una liquidità pari a 475mld\$ nelle 265 imprese europee appartenenti all'indice Stoxx Europe 600, con una crescita del 250% rispetto ai 136mld\$ del 2002.

Anche con riferimento all'Italia, Bigelli e Sánchez-Vidal (2012) evidenziano un peso percentuale del cash holdings sul valore dell'impresa del 10%,

¹ Alex Webb, “European Companies Stockpile \$475 Billion as Outlook Dims”, Bloomberg, 25 febbraio 2013.

in linea con precedenti studi. A titolo di esempio, il Dott. Marchionne, Amministratore Delegato della Fiat, evidenzia la crescente rilevanza di tale tematica illustrando come la liquidità nell'impresa sia passata dal 2,1mld€ nel 2001 (con un peso pari al 6,5% del debito) a 17,5mld€ nel 2011 (con un peso pari a 65,5% del debito) (Il Sole 24 Ore, 12 ottobre 2012).

Pertanto, alla luce degli attuali processi di globalizzazione dei contesti, internazionalizzazione delle imprese, integrazione dei mercati finanziari e ipercompetitività, la minore tolleranza di inefficienze ed errori aziendali, che potrebbero essere immediata causa di dissesto e fallimento, e la necessità di essere immediatamente reattivi per non perdere eventuali *growth opportunity*, hanno reso la detenzione di riserve abbondanti di cash uno strumento di *financial flexibility* di primaria rilevanza per poter competere con successo.

Tuttavia, suddette condizioni potrebbero variare a seconda del fatto che un'impresa sia a controllo familiare o meno. Infatti, le imprese familiari, a causa dei molteplici interessi da tutelare che rispondono a delle altrettanto differenti aspettative dei vari membri familiari, sono molto più complesse da gestire. Questo determina il nascere di obiettivi differenti rispetto alle imprese non familiari e che potrebbero determinare un impiego della liquidità in varie attività, non sempre finalizzate allo sviluppo dell'azienda.

Di conseguenza, il controllo familiare, caratterizzando la governance aziendale, può significativamente influenzare la relazione fra liquidità e performance aziendale. Sebbene rispetto ad un'elevata concentrazione proprietaria le imprese sembrano detenere livelli più contenuti di denaro (Ferreira e Vilela, 2004), la presenza di famiglie come azionisti di controllo risulta associata a più elevati livelli di liquidità (Ozkan e Ozkan, 2004).

La superiore efficienza delle imprese familiari è tutt'altro che acclarata, anzi le evidenze empiriche appaiono controverse. Da una parte la letteratura, prevalentemente basata sugli Stati Uniti, indica potenziali benefici derivanti dal controllo familiare, connessi ad un allineamento fra management e proprietà, con effetti positivi sulle performance aziendali (McConaughy *et al.*, 1998; Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006). Dall'altra, i conflitti di interesse fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza potrebbero determinare delle inefficienze in grado di ostacolare virtuosi processi di crescita delle imprese (Claessens *et al.*, 2002; Lemmon e Lins, 2003). Ulteriormente, eventuali tensioni a livello familiare oltre che potenziali differenze nelle finalità fra manager facenti riferimento al nucleo familiare e manager indipendenti dalla famiglia di controllo, potrebbero far sviluppare processi di distruzione di valore aziendale (Schulze *et al.*, 2001).

Diverse indagini empiriche rilevano un impatto negativo del controllo familiare sulla ricchezza degli azionisti di minoranza, mettendo in discussione

gli effetti positivi della concentrazione della proprietà nelle mani della famiglia (Barontini e Caprio, 2006). Altri studi (Pindado, Requejo e de la Torre, 2008) rilevano che la proprietà familiare ha un impatto positivo sul valore dell'impresa quando la concentrazione azionaria nelle mani della famiglia non è troppo alta.

Ancor di più, la governance delle *family firms* è influenzata dal contesto istituzionale. Infatti, i risultati contrastanti circa l'efficienza delle imprese familiari potrebbero dipendere da fattori esterni alle imprese, quali la qualità del contesto giuridico, la protezione dei diritti degli investitori e la disponibilità di finanziamenti esterni (Gedajlovic *et al.*, 2012; van Essen, van Oosterhout e Carney, 2012). Kalcheva e Lins (2007) dimostrano che gli azionisti di controllo della famiglia sfruttano la debole protezione degli azionisti esterni per possedere, per finalità personalistiche, un elevato livello di liquidità. È, di conseguenza, in questi casi che possono emergere severi problemi di opportunismo fra azionisti di controllo (famiglia), piccoli investitori e altri stakeholder (Maury, 2006). D'altronde, in contesti in cui la tutela degli azionisti è elevata, non esistono evidenze che suggeriscono che gli azionisti di controllo rappresentati da una famiglia accumulino cash a scapito degli azionisti di minoranza (Lau e Block, 2012).

Lo scopo del presente lavoro di ricerca è quello di indagare l'effetto della liquidità sul valore delle imprese italiane quotate in borsa, differenziandole in base alla struttura proprietaria delle imprese, vale a dire analizzando in maniera disgiunta la relazione fra riserve di cassa e valore sia nelle imprese familiari che in quelle non familiari. Infatti, la differente tipologia di azionista di riferimento configura delle notevoli differenze in seno alle imprese, una fra tutte è il rapporto che si instaura fra management e azionisti di controllo, le quali potrebbero determinare delle diverse necessità di impiego della liquidità e, conseguentemente, dei risultati differenti in termini di valore d'impresa.

Il capitolo è diviso in tre principali sezioni. La prima parte descrive il contesto istituzionale di riferimento, focalizzandosi sulle peculiarità che caratterizzano il sistema imprenditoriale italiano. La seconda sezione descrive le ipotesi di ricerca, il modello empirico e il campione oggetto di studio. Infine, sono illustrati e commentati i principali risultati derivanti dall'analisi empirica.

2.2. Contesto istituzionale di riferimento

Il sistema economico e imprenditoriale italiano è prevalentemente costituito da società caratterizzate da una elevata concentrazione proprietaria, in

cui il controllo è nelle mani di pochi investitori (Bianchi e Bianco, 2006). In tale situazione, un ruolo particolarmente rilevante viene svolto dalle imprese familiari, che come affermato da Belcredi e Enriques (2014) rappresentano la “colonna vertebrale del sistema economico italiano”. Diversamente, le imprese ad azionariato diffuso e le società pubbliche rappresentano una piccola quota del mercato delle società quotate in borsa.

Il contesto italiano è caratterizzato altresì da una scarsa protezione legale degli investitori, da una debole applicazione della legge e da una elevata concentrazione proprietaria (Volpin, 2002), in cui i membri del consiglio di amministrazione rappresentano quasi esclusivamente gli azionisti rilevanti e/o di controllo, mentre gli azionisti di minoranza sono generalmente poco rappresentati. Un sistema fondato su queste caratteristiche determina trascurabili problemi di agenzia fra manager e azionisti di controllo, ma l’insorgenza di rilevanti problemi di agenzia di tipo II, vale a dire quelli fra azionisti di controllo e di minoranza.

L’elevata concentrazione azionaria e il controllo familiare delle imprese potrebbero determinare la nascita di specifici problemi di agenzia che, a lungo andare, potrebbero determinare uno spreco di risorse aziendali e la conseguente diminuzione del valore delle imprese. L’esistenza di conflitti interni potrebbe generare conseguenze negative per tutti gli azionisti, specialmente quelli di minoranza.

Per queste ragioni, le principali autorità che vigilano sull’operato delle società quotate in borsa (CONSOB e Banca d’Italia) già dai primi anni Novanta hanno avviato una serie di riforme che hanno come obiettivo primario quello di riorganizzare l’intero sistema della corporate governance in Italia (Melis, 2000).

La prima importante introduzione normativa, entrata in vigore nel luglio del 1998 e conosciuta come “Legge Draghi”, si riferiva a tutte le società quotate nei mercati regolamentati italiani e aveva come fine il rafforzamento dei meccanismi di governance delle società, precisando meglio i compiti dei diversi organi societari e specificando gli obblighi informativi, a tutela del mercato e degli azionisti di minoranza. Successivamente, a seguito di rilevanti scandali societari che hanno turbato il sistema finanziario italiano ed europeo, nel 2005 è stata emanata la legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari (legge n. 262/2005), la quale aveva come obiettivi principali quello di prevedere una maggiore trasparenza del mercato, una migliore qualità dell’informazione e maggiore efficacia della governance nelle società per azioni. Inoltre, si intendeva dare più spazio al ruolo delle minoranze azionarie, assicurando la designazione di almeno un membro del consiglio da parte degli azionisti di minoranza (Bianco, Ciavarella e Signo-

retti, 2015). Infine, la recente legge n. 120/2011 ha stabilito la presenza obbligatoria per le aziende italiane quotate della diversità di genere nella composizione del consiglio di amministrazione. Tale disposizione stabilisce che dal 2015 almeno un terzo dei componenti del board (un quinto per il triennio 2012-2015) devono essere consiglieri donne.

Contestualmente ai suddetti obblighi normativi, le imprese quotate in borsa possono fare riferimento, quale strumento a loro disposizione per migliorare le proprie decisioni in tema di corporate governance, al Codice di Autodisciplina, arrivato ormai alla settima versione. Infatti, alla prima versione del 1999 hanno fatto seguito varie revisioni che hanno permesso un costante aggiornamento del Codice in virtù non solo delle evoluzioni normative, ma soprattutto delle necessità richieste dei mercati internazionali in cui operano le imprese e degli sviluppi economico-finanziari del contesto istituzionale di riferimento.

In Italia le discussioni sulla corporate governance si sono da sempre concentrate sul ruolo, ma soprattutto sulle caratteristiche che il consiglio di amministrazione dovrebbero possedere per garantire l'efficacia nello svolgimento dei suoi vari compiti (Minichilli, 2014).

A tal fine, il Codice di Autodisciplina si pone l'obiettivo di intervenire laddove non vi sono esplicite previsioni normative da rispettare. Di conseguenza, esso si pronuncia chiaramente in merito alla CEO duality e alla presenza di consiglieri indipendenti nelle imprese. Facendo riferimento alla *best practice* internazionale che raccomanda di evitare la concentrazione di cariche in un unico soggetto, il Codice consiglia di evitare la coesistenza dei ruoli di presidente e di amministratore delegato dell'impresa in una sola persona. Circa i consiglieri indipendenti, invece, il Comitato ha previsto che nelle società maggiori, che appartengono al FTSE-Mib, almeno un terzo del consiglio di amministrazione sia costituito da amministratori indipendenti, con un limite minimo di due. Per quanto attiene invece alla presenza nel board di consiglieri "occupati", vale a dire quei membri che ricoprono dei ruoli in altre società quotate, il Codice non indica espressamente un numero massimo di incarichi ricopribili da ciascun soggetto, ma lascia un libero orientamento ad ogni impresa, anche in relazione alla natura e alle dimensioni delle società in cui gli incarichi sono ricoperti.

2.3. Ipotesi di ricerca

Le imprese familiari sono caratterizzate, fra le altre cose, da una elevata concentrazione della proprietà e da particolari caratteristiche che permettono

loro di distinguersi dagli altri grandi azionisti. Similmente alle altre tipologie di azionisti rilevanti (Stato, investitori istituzionali e altre entità giuridiche), gli azionisti familiari sono fortemente incentivati a ridurre i costi di agenzia e accrescere il valore dell'impresa. Tuttavia, gli investitori familiari sono gli unici azionisti che, avendo investito una parte consistente del loro patrimonio privato in azienda, hanno un forte interesse a monitorare efficacemente l'operato manageriale, al fine di evitare comportamenti opportunistici e permettere la sopravvivenza e la continua crescita dell'impresa.

La discussione sui vantaggi e gli svantaggi connessi con la proprietà dell'impresa da parte di una o più famiglie ha portato gli studiosi a dedicare sempre più maggiore attenzione alle relazioni tra le caratteristiche familiari e le performance finanziarie dell'impresa (Anderson e Reeb, 2003; Villalonga e Amit, 2006).

Come mostrato da Bartholomeusz e Tanewski (2006) le imprese familiari adottano differenti strutture degli organi societari rispetto a quelle non-familiari. Di conseguenza, le diverse caratteristiche di governance danno luogo, da un lato, a differenti costi di agenzia nelle imprese (Corbetta e Salvato, 2004), mentre, dall'altro, attraverso la partecipazione degli azionisti familiari nel board introducono nuove competenze e peculiarità proprie della famiglia in seno ai board aziendali (Minichilli, Brogi e Calabrò, 2016).

Imprese familiari

Gli effetti della liquidità sul valore delle imprese a controllo familiare possono essere spiegati sia attraverso la teoria dei costi di agenzia (Fama e Jensen, 1983; Jensen e Meckling, 1976) che la *stewardship theory* (Davis, Schoorman e Donaldson, 1997; Donaldson e Davis, 1991).

Nella maggioranza delle imprese familiari, gli azionisti di controllo tendono non solo ad assumere il controllo manageriale dell'impresa attraverso l'attribuzione del ruolo di amministratore delegato ad un soggetto familiare, ma allo stesso tempo nominano molti membri della famiglia nel consiglio di amministrazione dell'impresa. In tali situazioni, caratterizzate da una totale convergenza tra proprietà e management, vi sono limitati costi di agenzia di tipo I, quelli che sorgono tra azionisti e manager. Allo stesso modo, anche quando le famiglie non sono coinvolte direttamente nei ruoli esecutivi dell'impresa, l'elevata concentrazione proprietaria dell'azionista familiare permette di superare i problemi derivanti dalla separazione tra proprietà e gestione mediante un efficace controllo delle operazioni manageriali, con conseguente contrazione dei comportamenti opportunistici dei manager. Pertanto, il controllo azionario di una o più famiglie sembra essere in grado di

mitigare i conflitti di agenzia che sussistono fra proprietari e amministratore descritti da Jensen e Meckling (1976).

Tuttavia, il controllo familiare può esporre l'impresa a potenziali problemi di agenzia di tipo II, vale a dire i conflitti di interessi tra gli azionisti di maggioranza e di minoranza (Anderson e Reeb, 2003). In questo caso, gli azionisti di controllo di tipo familiare possono utilizzare la loro posizione privilegiata per espropriare valore d'impresa, a discapito degli azionisti di minoranza (Morck *et al.*, 1988). La coesistenza di proprietà e il controllo in un solo soggetto, in questo caso rappresentato dalla famiglia, è in grado di generare un ruolo eccessivamente autoritario da parte del proprietario, che può portare a ad un uso discrezionale del potere. Shleifer e Vishny (1997) mostrano che gli azionisti di controllo cercano di estrarre benefici delle imprese, anche di tipo personale. Gli azionisti familiari, che spesso detengono il controllo della società, potrebbero abusare della loro posizione rilevante per espropriare la ricchezza ad altri azionisti di minoranza (Anderson, Coffey e Byerly, 2002; Anderson e Reeb, 2003). Invece di massimizzare il valore dell'impresa, le famiglie possono anche utilizzare le risorse aziendali per ottenere benefici privati (Fama e Jensen, 1983).

Pertanto, facendo riferimento a quanto previsto dalla teoria dell'agenzia, gli azionisti di controllo delle imprese familiari potrebbero voler aumentare la disponibilità di fondi per preservare i propri privilegi. In altre parole, gli azionisti di controllo familiari, che in molti casi coincidono con il management aziendale, potrebbero utilizzare la loro posizione dominante per accumulare denaro per scopi personalistici, a scapito degli azionisti di minoranza.

Differentemente, secondo la prospettiva della *stewardship theory*, i componenti dei consigli di amministrazione, grazie alle loro esperienze e competenze contribuiscono a migliorare i processi decisionali all'interno del board (Minichilli, Zattoni e Zona, 2009). I membri del Consiglio forniscono consulenza e supporto ai top manager, e rappresentano quindi una risorsa preziosa per consigli di amministrazione (Donaldson e Davis, 1991). I membri del board sono reputati come attori di prioritaria importanza in seno all'impresa e come soggetti che non sono interessati prettamente agli aspetti economico-finanziari, ma spesso agiscono in funzione di benefici per tutta l'organizzazione e i suoi stakeholder (Davis, Schoorman e Donaldson, 1997). Essi si identificano totalmente con l'impresa con lo scopo di perseguire gli obiettivi aziendali. Queste caratteristiche sono rinvenibili nei soggetti familiari, in cui i manager che siedono nei board sono direttamente legati alla famiglia (Miller e Le Breton Miller, 2006). Sotto la visione della *stewardship theory* il ruolo principale del consiglio di amministrazione è quello di consigliare e supportare la gestione d'impresa invece di monitorare

il management come indicato dalla teoria dell'agenzia (Daily, Dalton e Cannella, 2003; Corbetta e Salvato, 2004).

Conseguentemente, facendo fede alle indicazioni della *stewardship theory*, il ruolo delle riserve di cassa nelle imprese familiari non si presta a scopi opportunistici. Al contrario, le disponibilità di cassa generano una maggiore flessibilità in seno all'impresa. La liquidità viene impiegata per avviare redditizi progetti di investimento, i quali determinano una crescita del valore complessivo dell'impresa. In aggiunta, il possesso di quantità considerevoli di liquidità permette ai manager di avere un buffer di risorse finanziarie, da cui attingere in momenti di difficoltà finanziarie, permettendo loro di far fronte ad eventuali difficoltà di accesso al mercato esterno del credito e soprattutto di evitare gli ingenti costi, che si materializzano sotto forma di interessi cospicui, che si dovranno sostenere quando si richiede capitale in prestito.

Coerentemente con entrambe le teorie analizzate, si formulano le seguenti ipotesi:

H1a: le disponibilità di cassa, causa i rilevanti problemi di agenzia di tipo II cui potrebbero dar luogo, determinano una riduzione del valore delle imprese familiari;

H1b: le disponibilità di cassa, grazie ai benefici derivanti da una maggiore flessibilità manageriale, contribuiscono ad accrescere il valore delle imprese familiari.

Imprese non familiari

Le imprese di tipo non familiare, diversamente da quelle a controllo familiare, sono caratterizzate da considerevoli problemi di agenzia. Infatti, la netta separazione fra proprietà e controllo manageriale potrebbe creare dei conflitti interni a causa della differente visione su come impiegare le risorse aziendali.

Nella maggior parte delle imprese non familiari non è possibile individuare un singolo e forte azionista, in grado di detenere il controllo dell'impresa. Viceversa, è possibile riscontrare la presenza di molteplici azionisti, i quali, pur detenendo una quota azionaria anche rilevante, per gestire l'impresa e consentire una efficiente gestione operativa hanno la necessità di collaborare e attuare strategie aziendali che siano condivise fra i principali proprietari. In tali situazioni, le imprese sono gestite da manager esterni alla società, in possesso di specifiche competenze e abilità professionali, che con-

sentono loro di gestire l'impresa e continuare il suo processo di sviluppo e crescita sui mercati.

Tuttavia, uno dei principali problemi è che il management esterno, soprattutto in presenza di contesti d'impresa caratterizzati da una proprietà molto frammentata, possa operare in maniera unilaterale, determinando la nascita così di severi problemi di agenzia di tipo I (tra azionisti e manager), che potrebbero sfociare in una riduzione del valore d'impresa.

In tema di gestione della liquidità, uno dei principali svantaggi è rappresentato dalla discrezionalità operativa di cui gode il manager. Infatti, considerato la facilità d'uso delle risorse liquidate, un manager poco fedele alla proprietà, potrebbe attuare dei comportamenti opportunistici e, pertanto, fare un utilizzo delle riserve di cassa poco consono con le finalità d'impresa e, al contrario, più allineato ai fini personali. Da una consistente giacenza di cassa potrebbero derivare operazioni di empire building non necessarie o investimenti poco redditizi, i quali nel lungo periodo genererebbero una riduzione del valore complessivo dell'impresa. D'accordo con tale prospettiva, derivante dalla teoria dell'agenzia, e considerato che un impiego inefficiente delle riserve di liquidità potrebbe dare luogo a conflitti di agenzia fra i principali portatori d'interesse nelle imprese, si formula la seguente ipotesi:

H2: le disponibilità di cassa, causa i rilevanti problemi di agenzia di tipo I cui potrebbero dar luogo, determinano una riduzione del valore delle imprese non familiari.

2.4. Modello empirico

Per verificare il ruolo della liquidità nel determinare il valore dell'impresa viene applicato il seguente modello empirico.

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{ cash holdings} + \beta_2 \text{ size} + \beta_3 \text{ leverage} + \beta_4 \text{ growth opportunity} + \beta_5 \text{ cash flow} + \beta_6 \text{ dividend} + \beta_7 \text{ board structure variables} + \alpha_i + \mu_t + \epsilon_{i,t}$$

Facendo riferimento ad alcuni studi precedenti (Chen e Nowland, 2010; Ahern e Dittmar, 2012), la variabile adottata per misurare il valore d'impresa è la Tobin's Q. Essa è calcolata come la somma fra il totale dell'attivo più il valore di mercato del capitale sociale meno il valore contabile dell'equity, il tutto diviso per il totale dell'attivo.

Per controllare gli effetti firm-specific, nel modello sono presenti alcune variabili di controllo cash holdings, size, leverage, growth opportunity, cash flow, dividend e alcune variabili relativi alla composizione del consiglio di amministrazione. Per identificare le variabili da utilizzare nell'analisi empirica si è fatto riferimento ai seguenti paper: Anderson e Reeb (2003) – Villalonga e Amit (2006) – Andres (2008), che le considerano come importanti determinanti delle performance d'impresa.

La variabile cash holdings, rappresentativa delle riserve di cassa, deriva dal rapporto fra liquidità e mezzi equivalenti e totale delle attività (Ozkan e Ozkan, 2004). La variabile size, misurata come logaritmo delle attività totali, evidenzia come una superiore dimensione aziendale, offrendo maggiori garanzie patrimoniali e stabilità dei flussi di cassa, dovrebbe essere inversamente proporzionale alla probabilità di default. La variabile leverage, misurata attraverso il rapporto fra debiti totali su totale dell'attivo, permette di monitorare la capacità di acquisire ulteriori risorse finanziarie esterne. La variabile growth opportunity tiene conto delle opportunità di crescita dell'impresa ed è misurata attraverso il tasso di crescita delle vendite. I cash flow, derivano dal rapporto fra la somma del risultato prima delle imposte più ammortamenti e svalutazioni, e il totale delle attività. La variabile relativa allo stacco dei dividendi è data dalla somma degli utili distribuiti nell'anno di riferimento. Si ipotizza che le imprese che pagano dividendi hanno una migliore corporate governance, capace di tutelare anche gli interessi degli azionisti di minoranza, i quali sono particolarmente interessati al dividendo. Questo implica che le imprese che staccano regolarmente dividendi abbiano delle performance migliori.

Per quanto riguarda invece le caratteristiche del consiglio di amministrazione, lo studio si avvale di cinque variabili: CEO duality, è una variabile dummy che assume valore uguale a uno se il presidente del consiglio di amministrazione ricopre anche il ruolo di amministratore delegato dell'impresa, in caso contrario, è uguale a zero; presenza di consiglieri indipendenti e consiglieri con altri incarichi, individuate rispettivamente dal rapporto fra amministratori indipendenti e numero di amministratori nel board con più di tre incarichi in altre imprese sul numero complessivo dei consiglieri; dimensione del board of directors, è il numero complessivo dei membri che siedono in consiglio di amministrazione. Generalmente questa variabile è misurata dal numero di consiglieri presenti, però a causa dell'alta correlazione fra la numerosità del board e la dimensione dell'impresa, seguendo le indicazioni di (Harford, Mansi e Maxwell, 2008), si preferisce dividere il numero di componenti per il logaritmo del totale dell'attivo; diversità di genere, data dal rapporto fra il numero di donne e la dimensione totale del board.

Per quanto riguarda le definizioni di impresa familiare, in letteratura è difficile trovare consenso unanime sulla definizione esatta di tale tipologia di impresa (Miller *et al.*, 2007). Tuttavia, buona parte dei ricercatori accademici sono d'accordo con l'affermare che l'attività familiare è caratterizzata dal controllo e la gestione da parte di più membri appartenenti alla famiglia. Pertanto, seguendo Andres (2008) si definisce una società, come impresa familiare quando si soddisfano almeno uno dei seguenti due criteri: a) il fondatore e/o membri della famiglia devono essere in possesso di oltre il 25% delle azioni, oppure b) se la famiglia fondatrice possiede meno del 25% delle azioni, la famiglia deve essere rappresentata, attraverso uno dei suoi membri, nel ruolo di amministratore delegato e/o presidente del consiglio di amministrazione.

Tuttavia, questa definizione di impresa familiare non consente di catturare empiricamente le differenze tra le imprese familiari che hanno un certo coinvolgimento nella gestione e quelle che invece non hanno alcuna rappresentanza nel board aziendale. Per analizzare entrambi gli aspetti, facendo riferimento allo studio di Chen e Nowland (2010) sono state suddivise le imprese a conduzione familiare in due sotto-categorie di imprese, che riguardano rispettivamente le imprese senza coinvolgimento familiare e con partecipazione attiva nella gestione dell'impresa. Tale segmentazione ha generato due distinte proxy familiari: Family Involvement in Ownership (FIO), quando la famiglia non ricopre né il ruolo di presidente né la posizione di CEO, e Family Involvement in Management (FIM), quando almeno un membro della famiglia riveste il ruolo di CEO e presidente. Le variabili utilizzate sono descritte dettagliatamente nell'appendice 2.

2.5. Campione e statistiche descrittive

Il modello preposto viene testato su un campione costituito da tutte le imprese italiane quotate nella borsa valori di Milano, incluse nella banca dati Datastream per il periodo 2003-2013 (11 anni). Sono state escluse le imprese appartenenti al settore finanziario e assicurativo perché i loro bilanci sono influenzati da fattori esogeni. Inoltre, non sono state selezionate le imprese di cui non si possedevano tutti i dati relativi alla composizione degli organi di governo societario. Il campione di imprese è di tipo aperto, vale a dire che in caso di delisting della società o di nuova quotazione in borsa, si è provveduto, rispettivamente, ad eliminare o inserire l'impresa nella banca dati.

Alla luce delle suddette variazioni, il campione finale si compone di 1476 osservazioni e 206 imprese. I dati inerenti le quote azionarie possedute dai singoli azionisti nelle società sono stati acquisiti manualmente attraverso il

sito istituzionale della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), mentre le caratteristiche dei consigli di amministrazione sono stati raccolte facendo riferimento alle relazioni annuali sulla Corporate Governance, disponibili sui siti web ufficiali delle singole imprese e sul sito ufficiale di Borsa Italiana, la società che si occupa dell'organizzazione, della gestione e del funzionamento del mercato azionario italiano. La tabella 1 fornisce informazioni sulle principali caratteristiche statistiche delle variabili utilizzate nell'analisi.

Tab. 1 – Statistiche descrittive

Variabili	Media	Deviazione Standard	1° Quartile	Mediana	3° Quartile
Tobin's Q	1.52	0.74	1.10	1.33	1.71
Cash holdings	0.11	0.11	0.04	0.09	0.14
Size	13.15	1.83	11.90	12.83	14.34
Leverage	0.30	0.19	0.16	0.29	0.40
Growth opportunity	0.33	9.38	-0.06	0.03	0.14
Cash flow	0.05	0.08	0.02	0.05	0.09
Dividend	0.01	0.04	0.00	0.01	0.02
CEO duality	0.24	0.43	0.00	0.00	0.00
Independent directors	0.39	0.18	0.00	0.36	0.50
Busy directors	0.34	0.27	0.27	0.30	0.56
Board size	9.56	3.21	0.11	9.00	11.00
Female directors	0.09	0.10	7.00	0.07	0.14
Family firms	0.76	0.43	1.00	1.00	1.00
Family Inv Management	0.34	0.47	0.00	0.00	1.00
Family Inv Ownership	0.15	0.36	0.00	0.00	0.00

La tabella 1 presenta le principali statistiche per il campione di imprese oggetto di analisi. Con riferimento alle variabili principali oggetto dello studio, i risultati indicano che la percentuale di liquidità media, detenuta dal campione di imprese oggetto di analisi, è pari all'11%. Le imprese familiari rappresentano il 76% del totale delle imprese. Il 15% di imprese non hanno dei membri familiari nei ruoli di Amministratore Delegato e/o Presidente del CdA, mentre nel 34% delle imprese entrambi i ruoli di CEO e Presidente sono ricoperti da un componente familiare.

La tabella 2 riporta la matrice di correlazione fra le variabili.

Tab. 2 – Matrice delle correlazioni

Variabili	1	2	3	4	5
1 Tobin's Q	1.000				
2 Cash holdings	0.234*	1.000			
3 Size	-0.131*	-0.086*	1.000		
4 Leverage	-0.351*	-0.273*	0.159*	1.000	
5 Growth opportunity	-0.012	-0.013	-0.029	0.024	1.000
6 Cash flow	0.323*	-0.049*	0.222*	-0.275*	-0.001
7 Dividend	0.259*	0.055*	0.086*	-0.124*	-0.012
8 CEO duality	0.029	0.074*	0.135*	-0.050*	0.044
9 Independent directors	-0.001	-0.115*	0.277*	0.105*	-0.054*
10 Busy directors	-0.035	0.011	0.327*	0.048*	0.009
11 Board size	0.047*	-0.015	0.505*	0.054*	-0.021
12 Female directors	-0.033	-0.019	-0.211*	0.011	0.044
13 Dummy Family	0.006	0.067*	-0.215*	0.023	0.013
14 Family Inv Management	-0.030	0.054*	-0.163*	-0.069*	-0.021
15 Family Inv Ownership	-0.073*	-0.058*	0.037	0.135*	0.056*

Continua

Variabili	6	7	8	9	10
1 Tobin's Q					
2 Cash holdings					
3 Size					
4 Leverage					
5 Growth opportunity					
6 Cash flow	1.000				
7 Dividend	0.269*	1.000			
8 CEO duality	-0.054*	-0.082*	1.000		
9 Independent directors	-0.013	0.006	-0.083*	1.000	
10 Busy directors	-0.004	-0.006	0.063*	-0.063*	1.000
11 Board size	0.047*	-0.015	0.505*	0.054*	-0.021
12 Female directors	-0.033	-0.019	-0.211*	0.011	0.044
13 Dummy Family	0.006	0.067*	-0.215*	0.023	0.013
14 Family Inv Management	-0.030	0.054*	-0.163*	-0.069*	-0.021
15 Family Inv Ownership	-0.073*	-0.058*	0.037	0.135*	0.056*

Variabili	11	12	13	14	15
1 Tobin's Q					
2 Cash holdings					
3 Size					
4 Leverage					
5 Growth opportunity					
6 Cash flow					
7 Dividend					
8 CEO duality					
9 Independent directors					
10 Busy directors					
11 Board size	1.000				
12 Female directors	-0.114*	1.000			
13 Dummy Family	-0.158*	0.146*	1.000		
14 Family Inv Management	-0.201*	0.032	0.406*	1.000	
15 Family Inv Ownership	0.083*	0.029	0.236*	-0.299*	1.000

Le variabili relative alle caratteristiche finanziarie di un'impresa, mostrano in linea generale i loro segni attesi. In particolare, il valore dell'impresa è positivamente correlato alla liquidità delle imprese, ai flussi di cassa e ai dividendi, mentre risulta essere negativamente correlato alla dimensione e al grado di indebitamento dell'impresa.

2.6. Analisi empirica e risultati

In questa sezione, vengono descritti i risultati dell'analisi econometrica che esamina il ruolo delle riserve di cassa di influenzare il valore dell'impresa. La tabella 3 presenta i risultati dell'analisi di regressione e come variabile dipende utilizza una misura di valore di mercato d'impresa (Tobin's Q), derivante dalla somma fra il totale dell'attivo più il valore di mercato del capitale sociale meno il valore contabile dell'equity, il tutto diviso per il totale dell'attivo. L'utilizzo dei modelli OLS può essere problematico quando si hanno dati panel, perché considerano i dati come cross-sectional, ignorando così la struttura propria dei dati panel (Gujarati e Porter, 2009; Kohler e Kreuter, 2009; Roodman, 2009). Di conseguenza, considerando che le

stime basate sui minimi quadrati (OLS) potrebbero risultare distorte e per evitare problemi di eterogeneità, si applica un fixed effects panel model.

Tab. 3 – Effetto del cash holdings sul valore d'impresa

Variabile dipendente	(1)	(2)	(3)	(4)
	Tobin's Q			
	Imprese non familiari	Imprese familiari	Management familiare	Management non familiare
Cash holdings	-0.8234** (0.0305)	0.7716*** (0.0000)	0.8810*** (0.0018)	0.3868** (0.0190)
Size	-0.2962*** (0.0013)	-0.1171*** (0.0034)	0.0460 (0.4326)	-0.2855*** (0.0000)
Leverage	-0.5119** (0.0307)	-0.4322*** (0.0035)	-0.6612*** (0.0023)	-0.6956*** (0.0003)
Growth opportunity	0.0307 (0.3664)	0.0142 (0.3678)	0.0026 (0.9618)	0.0105 (0.6999)
Cash flow	-0.0733 (0.8968)	1.0730*** (0.0000)	-0.0520 (0.8554)	0.6284* (0.0750)
Dividend	-0.0677 (0.9057)	1.0969** (0.0209)	5.3685*** (0.0000)	0.8257** (0.0101)
CEO duality	0.0262 (0.7726)	0.0699 (0.1324)	0.0810 (0.1453)	0.0336 (0.6076)
Independent directors	-0.2741 (0.1205)	-0.0177 (0.8989)	-0.2276 (0.2234)	-0.3100 (0.1217)
Busy directors	-0.0179 (0.9064)	0.0867 (0.3296)	0.0965 (0.4263)	-0.0090 (0.9399)
Board size	0.0330** (0.0369)	0.0133 (0.2282)	-0.0134 (0.4158)	0.0225* (0.0847)
Female directors	-0.2424 (0.5360)	-0.0603 (0.7763)	-0.3105 (0.2718)	0.0220 (0.9289)
Costante	5.7215*** (0.0000)	2.8338*** (0.0000)	1.0887 (0.1464)	5.1204*** (0.0000)
Year dummies	SI	SI	SI	SI
Osservazioni	357	1,119	502	223
R ²	0.3309	0.2700	0.2800	0.5980
Numero id	55	151	85	47

Nota: la tabella riporta i risultati delle regressioni Fixed Effects, in cui la variabile dipendente è una proxy del valore d'impresa. Tra le variabili esplicative di interesse vi sono i valori del cash holdings e le variabili di controllo. Le dummy temporali sono incluse nel modello. Fra parentesi sono riportati i valore del p-value. (*), (**) e (***) indicano la significatività statistica di ciascun coefficiente a un livello del 10%, del 5% e dell'1%, rispettivamente.

I risultati presenti nella colonna 1 della tabella 3 confermano l'ipotesi H.1a, in quanto il coefficiente della variabile cash holdings risulta essere negativo e statisticamente significativo ($\beta = -0.8234$, $p < 0.05$). Pertanto, i risultati mostrano come un aumento della liquidità nelle imprese non familiari determini una riduzione del valore aziendale. In accordo con la visione proposta dalla teoria dell'agenzia, la detenzione di ingenti quantità di cassa potrebbe dare luogo a comportamenti opportunistici del management, anche di tipo personalistico, abili a provocare gravi problemi in seno all'impresa e a generare conflitti fra gli azionisti e relativi costi di agenzia che riducono il valore dell'impresa.

I risultati presenti nella colonna 2 della tabella 3 confermano l'importanza dell'ipotesi H.2 in merito al ruolo della famiglia quale aspetto positivo di governance aziendale nella gestione delle risorse finanziarie. Il coefficiente della variabile cash holdings è positivo e statisticamente significativo ($\beta = 0.7716$, $p < 0.01$). Il precedente risultato negativo della liquidità sul valore delle imprese non familiari si annulla totalmente nelle imprese in cui l'azionista di controllo è rappresentato da una famiglia. Tale effetto potrebbe essere imputato principalmente a due ragioni, a seconda del fatto che il Top Manager sia un soggetto appartenente al nucleo familiare che controlla l'impresa o meno, che fanno riferimento rispettivamente ai vantaggi previsti dalla *stewardship theory* (Miller *et al.*, 2008) oppure ai benefici derivante da un migliore controllo manageriale (Jensen e Meckling, 1976) quando si è in presenza di una elevata concentrazione azionaria nelle mani di pochi soggetti, come nel caso delle imprese familiari.

Le regressioni di cui alle colonne 3 e 4 permettono di chiarire qual è l'effetto prevalente. Nel primo caso, il coefficiente della variabile cash holdings, relativo al sotto campione di imprese familiari che sono gestite da soggetti appartenenti alla famiglia, è positivo e statisticamente significativo ($\beta = 0.8810$, $p < 0.05$). Pertanto, le riserve di cassa nelle società gestite direttamente da componenti familiari sembrano condurre a prestazioni d'impresa più elevate. Quando i manager appartengono alla famiglia che detiene la maggioranza azionaria, come suggeriscono Schulze *et al.* (2001) e Schulze, Lubatkin e Dino (2003), il manager sarà interessato a prendere decisioni che favoriscono l'aumento dei profitti d'impresa, lo sviluppo aziendale e la contestuale crescita nel mercato della famiglia che si rappresenta. I risultati sono coerenti con la visione della *stewardship theory*, secondo cui le performance delle imprese migliorano quando la leadership societaria appartiene ad un singolo attore (Donaldson e Davis, 1991). Viceversa, il coefficiente della variabile cash holdings nelle imprese familiari che sono gestite da un manager esterno è pur sempre positivo e statisticamente significativo ($\beta = 0.3868$, $p < 0.05$), ma presenta

un'intensità minore. Il ruolo delle riserve di cassa si dimostra uno strumento abile a creare valore anche nelle imprese familiari non gestite dai propri membri. Nelle imprese familiari, individuate facendo riferimento al solo possesso di una quota rilevante di azioni, appaiono sussistere benefici in termini di minori costi di agenzia, derivanti dal superiore controllo che gli azionisti familiari sono in grado di effettuare sul management esterno all'impresa. Rispetto alle imprese non familiari, le quali sono pur gestite da un manager esterno ma in cui non è possibile individuare in maniera chiara un azionista di riferimento, nelle imprese familiari con management esterno, l'esistenza di una famiglia al comando dell'impresa permette di porre in essere un minuzioso monitoraggio e controllo dell'operato manageriale. Di conseguenza, il management opera per migliorare il valore dell'impresa. Tuttavia, lo sforzo messo in atto dai membri per supervisionare la gestione d'impresa determina, seppur in minima misura, dei costi di agenzia che non permettono di beneficiare in pieno dei vantaggi relativi al possesso di risorse finanziarie liquide.

In generale, si evince come le ingenti quantità di liquidità appaiono essere vantaggiose per le sole imprese familiari, ma in modo particolarmente intenso per le imprese i cui manager appartengono alla famiglia quale azionista di riferimento. Le evidenze empiriche permettono di supportare la prospettiva della *stewardship theory* e rigettare la visione della teoria dell'agenzia. I benefici derivanti dalla *stewardship theory* sono superiori sia ai probabili vantaggi che scaturiscono da un migliore controllo del management, riduzione dei problemi di agenzia di primo tipo I fra azionisti di controllo e management, che nettamente maggiori ai costi eventuali che potrebbero derivare dalla nascita dei problemi di agenzia di tipo II, fra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

2.7. Conclusioni

Il presente capitolo contribuisce in modo significativo alla comprensione di un tema di grande attualità: gli effetti della liquidità sul valore delle società italiane quotate alla Borsa valori di Milano. Lo scopo del presente lavoro è stato quello di testare e approfondire la relazione fra detenzione di cassa e valore d'impresa sia nelle imprese familiari che non familiari. È stato analizzato il ruolo del controllo familiare, utilizzando tre diverse condizioni di imprese familiare, quale fattore che può contribuire ad accrescere o ridurre gli effetti del possesso di riserve di cassa sul valore delle imprese.

L'analisi empirica, condotta su un campione di 206 imprese italiane, con riferimento agli anni 2003-2013, ha evidenziato una relazione negativa tra liquidità e valore nel sotto campione di imprese non familiari.

In questa tipologia di imprese, il CEO secondo quanto previsto dalla teoria dell'agenzia, potrebbe approfittare della discrezionalità operativa di cui è in possesso per impiegare le risorse di cassa in processi aziendali poco trasparenti e, pertanto, mettere in atto comportamenti opportunistici, a scapito degli azionisti di minoranza. Venendo meno lo stretto monitoraggio da parte di un altro forte azionista di riferimento, e con cui cooperare nella gestione, si creano le condizioni per potenziali atti manageriali di natura personale, convenienti per se stesso.

Al contrario, la liquidità sembra determinare una crescita del valore complessivo delle imprese a controllo familiare.

La scomposizione del campione di imprese familiari in due sotto campioni di imprese, sulla base dell'esistenza o meno di manager esterni, vale a dire che non hanno nessun legame con la famiglia che controlla l'impresa, permette di evidenziare come la relazione fra detenzione di cassa e valore appare significativamente condizionata dalla presenza di manager familiari. I risultati appaiono interessanti nel fornire una nuova chiave interpretativa sui contrastanti risultati inerenti il legame fra cassa e processo di creazione del valore, in quanto l'effetto è particolarmente positivo nelle imprese in cui, non solo il capitale sociale è nelle mani di una famiglia, ma il duplice ruolo di CEO e Presidente è svolto da un soggetto familiare.

La gestione dell'impresa da parte di soggetti con forti interessi determina degli effetti positivi. Il CEO/Presidente familiare assume un ruolo centrale nel mantenere un sistema di governance efficiente, finalizzato ad un produttivo impiego delle risorse dell'impresa, nonché allo sviluppo di processi virtuosi di creazione di valore. L'approfondimento di tale relazione ha permesso di evidenziare come la liquidità si dimostra essere vantaggiosa in maniera particolare per le imprese familiari in cui il ruolo di manager vien ricoperto da un membro della famiglia che detiene il controllo societario (Family Involvement in Management). Pertanto, i benefici sembrano derivare dalla prospettiva della *stewardship theory* piuttosto che dai vantaggi, in termini di minori costi, previsti dalla teoria dell'agenzia. Diversamente, come indicato da Villalonga e Amit (2006), se i vantaggi fossero derivati dal migliore monitoraggio svolto dalla famiglia, quale azionista rilevante, sul manager esterno, avremmo avuto un maggiore effetto positivo nel sotto campione di imprese familiari individuato in base alla sola partecipazione azionaria detenuta dalla famiglia, senza quindi manager familiari (Family Involvement in Ownership).

Naturalmente, tale ricerca presenta una serie di limiti. Innanzitutto, i risultati possono dipendere dall'impiego di definizioni di imprese familiari dissimili rispetto a quelle utilizzate nello studio. Il lavoro distingue solamente tra imprese familiari con propri membri attivi nel management d'impresa da quelle che invece non hanno nessun soggetto familiare nei principali ruoli di governo societario. A titolo di esempio, i risultati possono anche essere influenzati dal numero totale dei membri della famiglia che siedono nel Consiglio di Amministrazione e non solo, quindi, dalla presenza familiare nei ruoli di Amministratore Delegato e Presidente. Pertanto, futuri lavori empirici potrebbero prendere in considerazione delle definizioni alternative di impresa familiare, al fine di testare se il ruolo di svolto dal controllo familiare dipenda dal diverso grado di coinvolgimento della famiglia nelle imprese.

3. CORPORATE GOVERNANCE E CASH HOLDINGS

3.1. Introduzione

Da molti anni ormai gli studiosi di Finanza rilevano considerevoli riserve di liquidità in buona parte delle imprese delle maggiori economie mondiali. Le evidenze empiriche riferiscono tassi crescenti delle disponibilità liquide sia nelle società statunitensi che europee. Nel 2003, infatti, le consistenze di cassa delle società quotate americane rappresentavano oltre il 13% degli asset aziendali (Dittmar e Mahrt-Smith, 2007). Tenuto conto che nel 1990 esse erano pari a solo il 5%, si è assistito nel tempo a un sostanziale aumento. Le imprese di alcuni Paesi europei, secondo quanto affermato da Ferreira e Vilela (2004), detenevano alla fine del 2000, riserve di cassa pari al 15% del loro patrimonio, per un totale di 303 miliardi di euro, con una media di 368 milioni di euro ad impresa. Queste percentuali, invece, come affermato da Al-Najjar (2013), si riducono nelle imprese che operano nei mercati emergenti. Tale studio, avente ad oggetto l'individuazione delle determinanti della liquidità in imprese di Paesi in forte crescita, rileva il possesso di riserve di cassa pari al 5% del totale delle attività in Russia, 3,5% in Cina, il 3% in India e il 2% in Brasile. La presente analisi, riguardante un campione di 1683 imprese quotate italiane per il periodo 2003-2013, mostra una liquidità media pari all'11% del patrimonio totale di ogni impresa.

Il possesso di rilevanti quantità di cassa è testimonianza della presenza di significative frizioni sul mercato finanziario. Diversamente, le imprese non avrebbero motivo a detenere ingenti riserve di cassa poiché potrebbero reperire le risorse finanziarie loro necessarie, sui mercati esterni dei capitali. In realtà, i mercati finanziari sono imperfetti. Di conseguenza, in presenza di elevati costi di transazione, le imprese possono trovare vantaggioso possedere riserve di liquidità.

In contesti simili, le strategie per la determinazione del livello di cash da detenere in stock assumono un ruolo chiave nella politica finanziaria di un'impresa e rappresentano, oggigiorno, una delle più importanti decisioni finanziarie che un manager deve prendere. In presenza di considerevoli provviste di cassa, i manager devono individuare le appropriate strategie, considerando sia i vantaggi che gli svantaggi, in merito all'opportunità di distribuire denaro agli azionisti sotto forma di dividendi, impiegarlo come fonte di investimenti o accantonarlo per far fronte ad esigenze future.

In accordo con Keynes (1936), la letteratura corrente sulle disponibilità liquide sottolinea due principali motivi per la detenzione di contante: il motivo precauzionale e quello dei costi di transazione. Il primo suggerisce la detenzione di liquidità per far fronte a eventi imprevedibili. Allo stesso tempo, la disponibilità di denaro permette alle imprese di cogliere opportunità di investimento redditizie, che altrimenti potrebbero essere perse a causa della mancanza di risorse finanziarie. In base al secondo, invece, le imprese detengono asset liquidi per meglio affrontare e superare i momenti di difficoltà finanziaria quando l'accesso al mercato dei capitali è costoso. Il possesso di liquidità mira a ridurre i costi di transazione derivanti dai finanziamenti esterni e a soddisfare contingenze imprevedibili che altrimenti potrebbero, al fine di reperire risorse monetarie, provocare cessione di rami di attività (Bernstein, 1994; Han e Qiu, 2007).

In aggiunta, la detenzione di ingenti risorse interne è avallata dalla scarsa volontà manageriale ad aprirsi ai finanziatori esterni. Infatti, dal momento che un sostegno finanziario esterno agli investimenti aziendali prevede la predisposizione di una dettagliata informativa sui progetti di investimento e sullo "stato di salute finanziario" complessivo dell'impresa, il supporto all'impresa di finanziamenti esterni espone il management aziendale al minuzioso monitoraggio svolto dagli investitori presenti nei mercati, lasciando poco spazio per comportamenti opportunistici e/o personalistici da parte di chi gestisce l'impresa.

Tale aspetto è particolarmente approfondito in letteratura. Il management aziendale potrebbe decidere di impiegare la liquidità in progetti poco redditizi che prevedono benefici personali e tutelano i propri interessi, a scapito del valore complessivo d'impresa (Opler *et al.*, 1999). In queste circostanze, i conflitti di agenzia fra azionisti e manager, derivanti dalla separazione tra proprietà e gestione, hanno un ruolo determinante nell'individuare la quantità ottimale di denaro in cassa (Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes, 2003).

Tutte queste ragioni hanno fortemente contribuito a determinare una attenzione crescente verso lo studio della tematica inerente il *cash holdings* nelle imprese, mostrando parere unanime su come le decisioni inerenti le

quantità di liquidità da detenere in cassa rappresentano dei momenti cruciali per gli effetti che potrebbero determinare in una impresa.

Una forte corporate governance può essere un valido strumento a disposizione degli azionisti per attenuare i problemi di agenzia e invogliare i manager ad operare adeguatamente al fine di garantire il soddisfacimento degli interessi di tutti gli stakeholder. Le strutture di governo societario potrebbero influenzare la decisione di detenere cash stock da parte delle imprese. Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes (2003) indicano che i problemi di agenzia sono un importante determinante della cassa aziendale e i risultati empirici evidenziano l'importanza della corporate governance nella determinazione delle giacenze monetarie. Anche Ozkan e Ozkan (2004), utilizzando un campione di imprese del Regno Unito, documentano l'importante ruolo della presenza di manager azionisti e il grado concentrazione azionaria nell'influenzare le consistenze di cassa. Più in generale, Dittmar e Mahrt-Smith (2007), documentano che gli azionisti attribuiscono un valore inferiore alle riserve di liquidità quando nelle imprese vi sono elevati problemi di agenzia.

Un efficace Consiglio di Amministrazione deve essere in grado di impedire il comportamento opportunistico dell'azionista di controllo e/o del management aziendale che possiede potere discrezionale, così da limitare i costi di agenzia connessi al possesso di eccessive riserve di cassa. Dal momento che gli amministratori della società hanno accesso diretto a una serie di informazioni relative alle strategie dell'impresa, un rafforzamento del Consiglio di Amministrazione è un modo per migliorare la gestione delle risorse dell'impresa, in modo particolare di quelle liquide, e consentire un adeguato monitoraggio delle azioni del CEO. Infatti, uno dei compiti del board d'impresa è quello di monitorare e fornire consulenza al top management circa le principali decisioni aziendali. La sua efficacia viene valutata dalla capacità di allineare gli interessi di manager e azionisti per ridurre potenziali perdite di valore dell'impresa (Jensen e Meckling, 1976).

Un aspetto che sta guadagnando crescente attenzione da parte degli studiosi di corporate governance riguarda lo studio delle caratteristiche che il Consiglio di Amministrazione dovrebbe possedere al fine di garantire un controllo efficiente sull'operato del management e un valido supporto al processo decisionale dell'impresa (Hermalin e Weisbach, 2001; Stiles e Taylor, 2001; Zattoni, 2006). Il corretto adempimento di queste principali mansioni può influire sulla bontà del sistema di governance aziendale, creando le condizioni ideali affinché possa sì operare in equilibrio tutelando i diritti di tutti gli azionisti.

Lo scopo di questo studio è quello di indagare l'impatto della composizione del Consiglio di Amministrazione sulle disponibilità liquide nelle imprese italiane quotate. Ci si è particolarmente concentrati sulle caratteristiche del *board*

of directors che hanno dimostrato essere capaci di influenzare la qualità del monitoraggio da parte dell'organo governativo, vale a dire, *chief executive officer duality* (Amministratore Delegato è anche il presidente del Consiglio di Amministrazione), presenza di consiglieri indipendenti, così come la dimensione del Consiglio di Amministrazione, il grado di impegno dei suoi membri e la diversità di genere presente in consiglio (consiglieri donne nel Consiglio di Amministrazione).

Sulla base di un campione di 1683 osservazioni e 192 imprese italiane quotate, analizzate durante il periodo 2003-2013, i risultati empirici evidenziano come il livello di liquidità dell'impresa possa dipendere fortemente dalla composizione del Consiglio di Amministrazione.

In particolare, la presenza di consiglieri indipendenti e *busy directors* sembra essere in grado di diminuire l'accumulo di disponibilità liquide. I primi, essendo nella maggior parte dei casi espressione delle minoranze azionarie, mettono in atto un efficace monitoraggio delle azioni manageriali e riescono pertanto a ridurre la liquidità che altrimenti potrebbe essere gestita discrezionalmente dai manager. I secondi invece, potendo avvalersi dei maggiori esperienze nei *boards* aziendali, hanno delle pregevoli competenze che permettono loro sia di effettuare un costante controllo del management, ma allo stesso tempo, grazie alle molteplici relazioni su cui possono contare, possono aiutare l'impresa ad avere un migliore accesso ai mercati esterni del credito, determinando in ambo i casi una riduzione della liquidità. Contrariamente alle aspettative, la presenza di consiglieri donne non determina una riduzione della consistenza di cassa, bensì un aumento. Questo risultato può essere collegato al minore rischio che viene riconosciuto ai soggetti femminili, i quali potrebbero voler detenere maggiori risorse interne per scopi precauzionali. Infine, la dimensione del CdA e la presenza di CEO duality non sembrano essere in grado di influenzare le decisioni sulle politiche di conservatorismo finanziario.

Ulteriori analisi permettono di affermare che la struttura di governance societaria può essere uno strumento fondamentale, a sostegno degli azionisti e finalizzata ad acuire i costi di agenzia dell'impresa, quando sussistono le condizioni economiche e di mercato che avallano comportamenti opportunistici da parte del management.

L'Italia è un paese fortemente caratterizzato dalla presenza di imprese controllate da famiglie e/o da una proprietà concentrata nelle mani di pochi soggetti che detengono la piena maggioranza del pacchetto azionario e da un contesto istituzionale in cui si rileva una debole protezione degli investitori. Pertanto, si ritiene che la presenza di alcune caratteristiche di corporate gover-

nance potrebbero avere importanti implicazioni per quanto riguarda il comportamento manageriale nel determinare le riserve di liquidità da detenere.

La ricerca contribuisce in diversi modi al rafforzamento della letteratura in tema di corporate governance aziendale. In primo luogo, lo studio concorre a far luce sulle motivazioni addotte dalla teoria dell'agenzia in merito alla costituzione di ingenti riserve di cassa, piuttosto che alle spiegazioni derivanti dal motivo precauzionale e dei costi di transazione. In secondo luogo, il lavoro estende la letteratura sulle determinanti empiriche delle consistenze di cassa delle imprese, indagando le decisioni sulla quantità di liquidità da detenere attraverso lo studio dell'efficienza della struttura del Consiglio di Amministrazione.

Il lavoro è diviso in quattro principali sezioni. La prima parte descrive la letteratura di riferimento, focalizzandosi sul *cash holdings* e sulla relazione fra corporate governance e liquidità, e individua le ipotesi di ricerca sulla relazione oggetto di analisi. La seconda sezione descrive il modello empirico, il processo di selezione del campione e i dati utilizzati. La terza sezione discute i principali risultati e l'ultima sezione presenta le conclusioni e le implicazioni manageriali.

3.2. Letteratura e ipotesi di ricerca

A partire dai primi studi di Keynes (1936) che identificarono le due principali motivazioni connesse alla detenzione di denaro da parte delle imprese, fino alla più recente *pecking order theory* di Myers e Majluf (1984) che, invece, percepisce le riserve di liquidità come funzione di scelte manageriali finalizzate alla detenzione di un *buffer* di risorse interne in grado di ridurre costi di transazione, sono stati individuati una serie di ragioni che spingono le imprese alla detenzione di *cash stock*.

La disponibilità di contanti garantisce alle imprese la flessibilità finanziaria necessaria per non incorrere negli elevati costi di transazione derivanti dalla raccolta di finanziamenti nel mercato esterno dei capitali. Allo stesso tempo, le riserve di cassa possono rappresentare una fonte di finanziamento alternativa ai mercati finanziari, da impiegare per cogliere *growth opportunity* in presenza di situazioni sfavorevoli che limiterebbero l'accesso al mercato dei capitali esterno o quando le sole risorse finanziarie generate internamente risultano insufficienti per poter investire in progetti di investimento a VAN positivo.

Nonostante ciò, essere un'impresa con liquidità in eccesso non è sempre garanzia di buona gestione. Considerato che le disponibilità liquide possono essere impiegate in maniera discrezionale dal management d'impresa, il pos-

sesso di una quantità superiore a quella strettamente necessaria per lo svolgimento delle normali attività di impresa può determinare comportamenti manageriali a sfondo opportunistico e una gestione inefficiente delle risorse aziendali. In alcuni casi, infatti, le consistenze di cassa vengono impiegate, da amministratori che privilegiano investimenti rivolti ad accumulare benefici personali, in progetti di investimento a VAN negativo, a scapito di operazioni aziendali che prevedono utilità per tutti gli azionisti (Jensen, 1986). Secondo questa prospettiva, ingenti riserve di cassa possono condurre il management a definire strategie operative finalizzate ad incrementare la sua ricchezza personale.

Pertanto, il *cash holdings* può fare scaturire problemi di agenzia tra azionista (principale) e manager (agente) che non possono essere pienamente risolti mediante la semplice stipula di contratti fra i due attori (Hart, 1995). Un valido strumento a disposizione degli azionisti è rappresentato dall'esistenza di un efficiente Consiglio di Amministrazione che, attraverso il monitoraggio delle attività gestionali, riesce a limitare eventuali comportamenti manageriali inadeguati e ad attenuare i costi derivanti dai problemi di agenzia. In accordo con Lins (2003), anche i *blockholder* non dirigenziali possono contribuire ad alleviare il conflitto di interessi tra manager e azionisti.

Studi precedenti documentano, anche se con risultati controversi, l'importanza del ruolo svolto dalla governance nelle imprese con elevate quantità di cassa. Da una parte ci sono studi che dimostrano come il Consiglio di Amministrazione può assumere un ruolo chiave nel moderare i conflitti di interesse tra manager e azionisti. Dall'altra invece, le ricerche empiriche non evidenziano una particolare rilevanza nel rapporto tra corporate governance e liquidità aziendale.

Iona, Leonida e Ozkan (2004) analizzano le determinanti del *cash holdings* nelle imprese del Regno Unito. I loro risultati suggeriscono che la liquidità è positivamente correlata alla concentrazione della proprietà e alla quantità di azioni detenute dagli amministratori esecutivi presenti nel Consiglio di Amministrazione dell'impresa. Pertanto, la composizione del *board* influenza la probabilità delle imprese di detenere cospicue riserve di liquidità. Kusunadi (2011), utilizzando un campione di 230 imprese di Singapore, documenta che la dimensione e la presenza di consiglieri indipendenti esterni all'impresa influenzano significativamente il livello del *cash holdings*. Drobetz e Gruninger (2007), trovano una relazione positiva tra *CEO duality* e consistenze di cassa, ma allo stesso tempo non rilevano significatività fra la dimensione del CdA e le riserve di cassa. Kalcheva e Lins (2007) nel loro studio volto ad esaminare costi e benefici derivanti dalla liquidità nelle imprese, mostrano come le imprese a controllo familiare detengono maggiori livelli di liquidità. Nelle imprese canadesi, invece, la coesistenza nella me-

desima persona del ruolo di amministratore delegato e presidente del Consiglio di Amministrazione, insieme a una maggiore dimensione del *board*, determinano un aumento delle riserve liquide (Gill e Shah, 2012). Luo e Hachiya (2005) documentano che abbondanti riserve di cassa conducono a problemi di agenzia e le caratteristiche di corporate governance influiscono sulla relazione negativa tra le consistenze di cassa e valore d'impresa. Al contrario, Opler *et al.* (1999) non trovano sostegno all'ipotesi secondo cui la presenza della proprietà negli organi di gestione delle imprese statunitensi impatta sulla quantità di consistenze di cassa. Ozkan e Ozkan (2004) indagano le determinanti del *cash holdings* per un campione di imprese del Regno Unito, ma non evidenziano rilevanza alcuna nella relazione tra consistenze di cassa e presenza di amministratori non esecutivi e CEO duality nel CdA.

Ulteriori studi empirici sul rapporto tra organi di governo e riserve di liquidità suggeriscono che le imprese operanti in contesti con debole protezione dei diritti degli azionisti detengono il doppio della liquidità rispetto alle imprese che operano in paesi con una forte protezione degli azionisti (Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes, 2003). Inoltre, Ferreira e Vilela (2004) mostrano che le imprese, con grande tutela degli investitori e con proprietà concentrata nelle mani di un gruppo ristretto di soggetti, detengono meno denaro, evidenziando il ruolo dei costi di agenzia derivanti dalla discrezionalità manageriale nello spiegare i livelli di liquidità.

Le argomentazioni esposte evidenziano il ruolo chiave ricoperto dal Consiglio di Amministrazione nel definire la quantità di risorse liquide da detenere nell'impresa, nel limitare l'uso discrezionale da parte del management aziendale e nel mitigare i costi di agenzia derivanti dal possesso di una quantità eccessiva di denaro contante. In generale, dall'analisi della letteratura prevale la tesi che imprese con strutture di governance più deboli e scarsa tutela dei diritti degli azionisti sono implicate in maggiori problemi di agenzia e la presenza di un Consiglio di Amministrazione efficace, può aiutare ad evitare comportamenti opportunistici da parte dei manager, determinando l'allineamento degli obiettivi del management con quelli degli *stakeholder* aziendali.

Di conseguenza, la presente ricerca si concentra sullo studio dell'efficacia del Consiglio di Amministrazione nel determinare le riserve di cassa in un contesto dominato da imprese ad elevata concentrazione proprietaria in cui, mercati dei capitali non particolarmente sviluppati e il difficile accesso ai finanziamenti esterni, raccomandano la detenzione di grandi quantità di *cash*.

Al riguardo, le ipotesi di ricerca che si intende indagare con il presente contributo sono di seguito illustrate.

CEO duality

La condizione di *CEO duality* si verifica quando confluiscono nella medesima persona sia l'incarico di amministratore delegato che quello di presidente del Consiglio di Amministrazione (Rechner e Dalton, 1991).

In seguito ad alcuni scandali societari (Enron e Parmalat su tutti), la tematica relativa alla *CEO duality* ha ricevuto maggiore attenzione (Brickley, Coles e Jarrell, 1997), a causa del crescente abuso di potere da parte dei presidenti-amministratori delegati che, approfittando della loro posizione dominante rispetto agli azionisti di minoranza, pongono in essere comportamenti opportunistici che determinano conflitti di interesse fra management e stakeholder e causano espropriazione del valore d'impresa.

Alcuni studi (Levy, 1981; Dayton, 1984) suggeriscono che la *CEO duality* diminuisce il ruolo di controllo del Consiglio di Amministrazione sulla gestione esecutiva, con effetti negativi sulle performance aziendale. Secondo la teoria dell'agenzia, gli amministratori delegati sono auto-interessati, avversi al rischio e possiedono obiettivi divergenti da quelli degli azionisti. Pertanto, quando ne avranno l'opportunità, si impegneranno in azioni di *self-serving* a spese degli azionisti (Jensen e Meckling, 1976). La condizione di *CEO duality*, secondo Fama e Jensen (1983), ostacola la capacità del board di monitorare la gestione e quindi implica un aumento dei problemi di agenzia. Questa caratteristica di governance, facendo convogliare i poteri decisionali e operativi nelle sole mani dell'amministratore delegato, crea i presupposti per potenziali disaccordi con gli azionisti, i quali inaspriscono conflitti di interesse tra principali e agenti (Jensen e Meckling, 1976).

Gli azionisti, in particolar modo quelli di minoranza, soffrono la mancanza della separazione del potere di gestione da quello decisionale e di controllo che, a sua volta, determina un aumento dei costi di agenzia per l'impresa (Fama e Jensen, 1983; Rechner e Dalton, 1991). La struttura a doppia carica permette anche al CEO di filtrare le informazioni da rendere disponibili agli altri membri del consiglio, impedendo in tal modo un controllo efficace (Jensen, 1993). In aggiunta, un amministratore delegato che è anche il presidente del CdA detiene l'ultima parola in merito alla nomina degli amministratori (Shivdasani e Yermack, 1999). Pertanto, il CEO-Chairman è più propenso a nominare soggetti fidati che, con tutta probabilità, daranno vita ad una debole opposizione. Cosciché il Consiglio di Amministrazione risulta essere meno efficace nel limitare la discrezionalità manageriale delle risorse aziendali, soprattutto per quanto riguarda l'utilizzo della liquidità. Drobetz e Grüninger (2007), trovano ingenti disponibilità di cassa quando l'amministratore delegato serve in contemporanea il board come presidente, suggerendo anch'egli un aumento dei problemi di agenzia in seno all'impresa.

In risposta ai persistenti costi di agenzia, gli studiosi, per limitare l'opportunismo manageriale e allineare gli obiettivi tra manager e azionisti, propongono di controllare efficacemente l'operato del management (Fama e Jensen, 1983; Jensen e Meckling, 1976). Uno strumento importante di cui potersi servire per incrementare il controllo del management è rappresentato dalla separazione dei ruoli di amministratore delegato e presidente del Consiglio di Amministrazione. Quest'ultimo, in qualità di leader del Consiglio di Amministrazione, è responsabile del controllo del processo decisionale del CEO e, pertanto, supervisiona il suo operato. Inoltre, la condizione di non-dualità permette a tutti i membri del Consiglio di Amministrazione, che rappresentano gli azionisti, di poter avere i mezzi necessari per monitorare efficacemente le azioni dei manager. Nello specifico, il Consiglio di Amministrazione conferisce la gestione al CEO, ma allo stesso tempo mantiene il potere decisionale e quello di ratificare le azioni manageriali decise dall'amministratore delegato che vanno contro gli interessi di tutti gli azionisti (Boyd, 1995).

Una probabile conseguenza della coesistenza dei ruoli di amministratore delegato e presidente del Consiglio di Amministrazione, è rappresentata dalla volontà di detenere ingenti riserve di liquidità da poter impiegare in maniera del tutto discrezionale. Di conseguenza, si prevede una relazione positiva con il *cash holdings*.

H1: I livelli di cash holdings sono più elevati nelle imprese in cui l'amministratore delegato è anche il presidente del Consiglio di Amministrazione.

Consiglieri indipendenti

Secondo gli studiosi della teoria dell'agenzia, il ruolo principale del Consiglio di Amministrazione è quello di garantire una efficiente gestione dell'impresa che preveda un amministratore delegato imparziale che eserciti le proprie funzioni in modo da garantire unicamente il miglioramento delle performance aziendali, senza causare espropri di valore nei confronti degli azionisti.

Dittmar e Mahrt-Smith (2007) verificano il ruolo della corporate governance nel mitigare i costi di agenzia e condizionare i risultati aziendali e trovano che le imprese in possesso di grandi riserve di liquidità e un debole governo societario dissipano denaro molto rapidamente rispetto a quelle ben governate causando una riduzione delle performance. Infatti, se l'impiego delle riserve di liquidità da parte del manager è scarsamente controllato, queste risorse sono suscettibili ad essere utilizzate per perseguire investimenti inutili (Jensen e Meckling, 1976), per condurre operazioni di fusione e

acquisizione non strategicamente valide e costruire imperi economici (Moeller, Schlingemann e Stulz, 2005), o semplicemente per trarre vantaggi personali a scapito del valore d'impresa (Yermack, 2006).

Quando la liquidità in eccesso produce effetti negativi per l'impresa, la presenza di una solida governance societaria può essere di aiuto a ribaltare queste inopportune conseguenze. Un aumento dell'indipendenza del Consiglio di Amministrazione comporta una corporate governance più forte, in grado tutelare adeguatamente gli interessi degli azionisti e, allo stesso tempo, provvedere a un eccellente controllo sull'utilizzo delle riserve di liquidità, limitandone l'uso improprio da parte dei manager.

Numerose evidenze empiriche sostengono che la presenza degli amministratori indipendenti salvaguarda gli azionisti quando ci sono problemi di agenzia (Brickley e James, 1987; Hermalin e Weisbach, 1988; Byrd e Hickman, 1992). La presenza di un numero maggiore di consiglieri indipendenti, i quali senza dubbio si trovano in una posizione migliore per monitorare i manager (Dunn, 1987), permette di osservare accuratamente il loro operato e avere così una migliore conoscenza delle strategie aziendali. Essi sono particolarmente interessati a salvaguardare la loro reputazione professionale (Fama e Jensen, 1983), pertanto svolgono le loro mansioni con totale trasparenza e diligenza apportando un monitoraggio di qualità superiore. Consigli di amministrazione composti da un numero considerevole di membri indipendenti riducono il dominio manageriale e l'asimmetria informativa, aumentano la qualità del monitoraggio su eventuali comportamenti opportunistici del management e migliorano l'efficacia del *board* nel consigliare le operazioni aziendali (Chahine e Filatotchev, 2008).

Sulla base di queste considerazioni, si ipotizza che un aumento dei consiglieri indipendenti nei board delle imprese determini minori livelli di liquidità.

H2: I livelli di cash holdings diminuiscono con l'indipendenza del Consiglio di Amministrazione.

Consiglieri busy

Negli ultimi anni gli studiosi di corporate governance hanno focalizzato le loro attenzioni, con risultati contrastanti, sulla questione se gli amministratori con più incarichi di consigliere di amministrazione sono troppo impegnati per poter svolgere efficacemente le loro funzioni di controllo e sorveglianza dell'operato dei manager.

La questione dei consiglieri che compongono numerosi consigli di amministrazione può essere analizzata secondo due punti di vista. Il primo, conosciuto come effetto di reputazione (Jiraporn *et al.*, 2009), prevede benefici

per le imprese e fonda le proprie considerazioni sulla tesi che riconosce ai membri, che siedono contestualmente in più *boards*, lo status di eccellenti amministratori in grado di effettuare, grazie alla loro esperienza, un efficace monitoraggio del management e migliorare il processo decisionale del Consiglio di Amministrazione. Il secondo presuppone che gli amministratori “impegnati”, tendono a dedicare meno tempo ad ogni singola impresa, compromettendo le loro responsabilità e trascurando i loro doveri soprattutto in tema di monitoraggio manageriale (Ferris, Jagannathan e Pritchard, 2003), creando così gravi problemi di agenzia e un peggioramento della consulenza aziendale (Lipton e Lorsch, 1992).

Busy directors possono generare vantaggi per diversi motivi. Evidenze empiriche (Salancik e Pfeffer, 1978, Zahra e Pearce, 1989) riconoscono che i soggetti con più incarichi di consigliere, contraddistinti da una buona reputazione nei mercati finanziari, possono avvalersi dei loro contatti professionali per garantire vantaggi competitivi all’impresa che rappresentano. Importanti relazioni esterne possono giovare all’impresa sotto forma di vantaggi, ad esempio, per accedere a finanziamenti esterni. Si vengono a creare quindi le condizioni per non detenere ingenti riserve di liquidità. Masulis e Mobbs (2011) sostengono che i membri con più incarichi di consigliere, grazie alla loro esperienza e alle loro conoscenze, sono in grado di migliorare le prestazioni dell’impresa. In aggiunta, essi rappresentano delle valide alternative per l’avvicendamento degli amministratori delegati delle imprese in cui ricoprono una carica. Di conseguenza, il CEO è incentivato a migliorare le proprie performance, riducendo al minimo possibili comportamenti opportunistici. Inoltre, questa tipologia di consiglieri sono meno dipendenti dall’amministratore delegato. Di conseguenza, la loro presenza nel consiglio può determinare la predisposizione di efficaci e necessarie azioni di controllo per salvaguardare gli interessi di tutti gli azionisti.

Alcuni studiosi, tuttavia, sono più dubbiosi sulla considerazione che gli amministratori “impegnati” servano gli interessi degli azionisti e creano valore aggiunto per l’impresa. Core, Holthausen e Larcker (1999) sostengono che tali amministratori possono diventare troppo impegnati e non sono in grado di monitorare in modo efficace il management aziendale contemporaneamente in molte imprese. Sulla loro stessa lunghezza d’onda, Jiraporn *et al.* (2009), evidenziano che gli amministratori “impegnati” hanno maggiori probabilità di essere assenti dalle riunioni delle imprese, rischiando di non poter prendere parte a decisioni strategiche. Shivdasani e Yermack (1999) sostengono che gli amministratori impegnati possono determinare, a causa di un blando monitoraggio delle azioni dei manager, un incremento dei costi di agenzia che, a sua volta, si traduce in distruzione del valore d’impresa.

Fich e Shivdasani (2006), confermano che l'aumento del numero degli amministratori impegnati conduce al calo di intensità del controllo sul management. Consigli di amministrazioni meno efficaci non sarebbero in grado di monitorare, controllare e valutare adeguatamente il comportamento di chi gestisce l'impresa, causando un utilizzo improprio delle riserve di liquidità con conseguente distruzione di valore dell'impresa (Jensen e Meckling, 1976; Stulz, 1990; Tufano, 1998; Harford, Mansi e Maxwell, 2008).

In definitiva, i consiglieri che hanno più incarichi in essere, grazie alla loro esperienza e visibilità sui mercati, ad una maggiore conoscenza del contesto istituzionale e ai numerosi contatti con gli stakeholder aziendali, possono generare notevoli benefici per le imprese. Allo stesso tempo, consiglieri di amministratore "occupati", non essendo in grado di dedicare il giusto tempo ad ogni impresa, potrebbero influenzare negativamente il monitoraggio delle attività predisposte dal CEO, consentendo un uso discrezionale della liquidità presente nell'impresa e facendo sorgere considerevoli conflitti di agenzia.

H3: I livelli di cash holdings sono influenzati dalla presenza di consiglieri di amministrazione con altri incarichi.

Numerosità del board

Il Consiglio di Amministrazione è l'organo a cui compete, di concerto con l'amministratore delegato, la determinazione delle strategie aziendali e la predisposizione delle azioni che determinino la loro attuazione operativa. Allo stesso tempo, secondo Fama e Jensen (1983), è responsabile del monitoraggio dell'operato del management e di tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza. I membri del Consiglio di Amministrazione, in cooperazione tra loro, devono evitare il sorgere di conflitti fra manager e proprietà, indirizzando le decisioni nell'interesse dell'impresa.

Evidenze empiriche (Lipton e Lorsch, 1992; Jensen, 1993) identificano nella dimensione del Consiglio di Amministrazione una importante caratteristica in grado di determinare l'efficacia della corporate governance. L'attività di monitoraggio e di controllo del comportamento manageriale può dipendere dal numero degli amministratori presenti nel board.

Relativamente alla dimensione del board in letteratura si riscontrano due aspetti contrapposti: maggiore controllo manageriale vs rigido processo decisionale. Dal punto di vista della teoria dell'agenzia, si può sostenere che un Consiglio di Amministrazione più numeroso possa essere più vigile dell'operato dei manager, semplicemente perché un maggior numero di persone monitorerà le operazioni di gestione e i comportamenti manageriali. Il modello di

Harris e Raviv (2006) suggerisce che board più grandi forniranno un monitoraggio ottimale in presenza di manager che operano in imprese in cui ci sono concrete possibilità di estrarre benefici privati. Anche Boone *et al.* (2007) trovano evidenza in linea con le previsioni Harris e Raviv (2006). I risultati confermano pieno sostegno a all'ipotesi che prevede consigli di amministrazione più numerosi e pienamente efficienti nelle imprese in cui i manager possono adottare comportamenti fraudolenti, a scapito degli azionisti. Inoltre, un aumento del numero di consiglieri determina una crescita delle competenze in seno al consiglio, poiché con molta probabilità ci potranno essere maggiori abilità ed esperienze a disposizione di chi gestisce l'impresa, le quali consentono di beneficiare di molteplici prospettive a supporto delle strategie aziendali, con il vantaggio di una minore dipendenza dall'amministratore delegato (Forbes e Milliken, 1999; Goodstein, Gautam e Boeker, 1994).

Di converso, una dimensione maggiore potrebbe determinare un board più difficile da coordinare, in cui si è propensi a sviluppare fazioni e coalizioni, creando problemi di comunicazione e organizzazione. Di conseguenza, queste problematiche potrebbero impedire il buon funzionamento del consiglio, determinando il differimento di importanti decisioni e facendo venire meno un efficace controllo sulla gestione (Judge e Zeithaml, 1992; Eisenberg, Sundgren e Wells, 1998; Forbes e Milliken, 1999).

Di questo avviso, sia Jensen (1993) che Yermack (1996) evidenziano la maggiore efficienza e capacità dei board di piccole dimensioni nel controllare le azioni del CEO. *Small board* sembrano in grado di limitare problemi di agenzia. Diversamente, quando i consigli di amministrazione divengono troppo grandi, assumono un mero valore simbolico e, venendo meno ai doveri di controllo e monitoraggio, permettono al management di porre in essere azioni che prevedono il soddisfacimento di obiettivi personali che compromettono il valore d'impresa e fanno aumentare i problemi di agenzia.

Kusnadi (2003), nella sua analisi empirica, mostra come le imprese con un Consiglio di Amministrazione più numeroso presentano gravi problemi di agenzia e detengono elevati riserve di cassa. Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes (2003), indagando il rapporto tra corporate governance e consistenze di cassa aziendali, documentano che le imprese in Paesi con scarsa protezione degli azionisti (il che implica anche scarsa governance) tendono a detenere ingenti saldi di cassa. Viceversa, Lee e Lee (2009), utilizzando un ampio campione di imprese quotate in cinque Paesi asiatici, trovano che le imprese con board più piccoli hanno giacenze monetarie inferiori. Pertanto, sembrerebbe che CdA più grandi possano contribuire a detenere maggiore liquidità in impresa che, a sua volta, se non gestita con adeguatezza e per finalità

comuni può condurre a notevoli problemi di agenzia, che potrebbero generare costi significativi che andrebbero a minare la ricchezza degli azionisti.

Alla luce delle contrastanti argomentazioni si prevede che la numerosità del board possa influenzare in entrambi i modi le politiche di *cash holdings*, variando a seconda delle caratteristiche del contesto istituzionale in cui opera l'impresa.

H4: I livelli di cash holdings sono influenzati dalla dimensione del Consiglio di Amministrazione.

Consiglieri donne

Considerate le numerose iniziative legislative che mirano ad incrementare il numero di donne nei consigli di amministrazione delle imprese pubbliche e private, la tematica riguardante la diversità di genere del Consiglio di Amministrazione è divenuta oggetto di studio da parte degli studiosi di tutto il mondo.

Conseguentemente, da alcuni anni, i ricercatori hanno iniziato a studiare l'impatto della presenza di donne nel *board* sulla bontà delle decisioni aziendali e la loro capacità di influenzare le performance d'impresa (Mohan e Chen, 2004; Levi, Li e Zhang, 2014; Huang e Kisgen, 2013). Ciò nonostante, gli studi che indagano le conseguenze della diversità di genere del Consiglio di Amministrazione sulle consistenze di cassa nelle imprese sono ancora molto limitati.

La previsione di una quota minima che rappresenti il genere femminile negli organi dell'impresa non solo ingrandisce la platea di capitale umano da cui gli amministratori possono essere designati, ma fornisce anche la possibilità di servirsi di alcune abilità e prospettive supplementari di cui non è possibile godere in *board* composti da solo maschi. Huse e Solberg (2006) suggeriscono che la diversità di genere migliora, grazie a competenze e prospettive differenti da quelli maschili, il valore organizzativo e le prestazioni delle imprese.

L'importanza della diversità di genere nei consigli di amministrazione può essere spiegata anche secondo la visione della teoria dell'agenzia. Infatti, i consigli di amministrazione svolgono un ruolo importante nel mantenere un efficiente governo societario, in particolare nelle imprese caratterizzate dalla separazione tra proprietà e management, in cui possono sorgere problemi di agenzia.

Numerosi studi (Adams e Funk, 2012; Adams e Ferreira, 2009; Rhode e Packel, 2014; Carter, Simkins e Simpson, 2003) ravvisano in un CdA eterogeneo una migliore capacità di monitorare il comportamento dei manager

affinché agiscano nell'interesse degli azionisti. Essi basano le loro considerazioni sul fatto che un consiglio composto da soggetti con differenti background culturali è portatore di molteplici e diversi punti di vista, i quali contribuiranno, fra le altre cose, a rendere più minuziosa la vigilanza del management. Sotto questo aspetto, la presenza di consiglieri donne sembra avere un effetto molto simile a quello degli amministratori indipendenti (Adams e Ferreira, 2009).

Uno dei conflitti più importanti tra manager e azionisti deriva dall'uso di free cash flow (Jensen, 1986). Infatti, i manager anziché restituire la liquidità attraverso l'adozione di una politica dei dividendi, possono investire i flussi di cassa in modo da non massimizzare la ricchezza degli azionisti. Byoun, Chang e Kim (2016) mostrano che le imprese, con un Consiglio di Amministrazione in cui siedono consiglieri donne, sono più propense a pagare i dividendi rispetto a quelle senza membri femminili, pertanto la quota di liquidità delle imprese potrebbe ridursi, provocando anche la diminuzione dei costi di agenzia connessi con le consistenze di cassa (Watts, 2003).

In generale, consigli di amministrazione con la presenza di membri femminili sono caratterizzati dalla possibilità di una maggiore partecipazione degli amministratori nel processo decisionale, da un monitoraggio più efficace del CEO e da un superiore allineamento con gli interessi degli azionisti. Poiché *diversity board* sono visti come essenziali per mitigare problemi di agenzia tra manager e azionisti (Eisenhardt, 1989; Roberts, McNulty e Stiles, 2005; Shleifer e Vishny, 1997), la presenza di donne dovrebbe condurre ad avere inferiori riserve di liquidità.

H5: I livelli di cash holdings diminuiscono in presenza di donne nel Consiglio di Amministrazione.

3.3. Modello empirico

Per verificare il ruolo del Consiglio di Amministrazione nel determinare le riserve di liquidità viene applicato il seguente modello empirico.

$$\text{Cash Holdings}_{i,T} = B_0 + B_1 \text{Size} + B_2 \text{Leverage} + B_3 \text{Mtr} + B_4 \text{Cf} + B_5 \text{Tangibility} + B_6 \text{Cfvol} + B_7 \text{Board} + \varepsilon_{i,T}$$

La variabile dipendente dello studio è il *cash holdings*. In letteratura ci sono più modi per calcolare le riserve di cassa. Il metodo comune è quello di dividere, seguendo Ozkan e Ozkan (2004), liquidità e mezzi equivalenti sul totale delle attività. Per controllare gli effetti *firm-specific*, l'elaborato include le seguenti variabili di controllo: la dimensione dell'impresa, il livello di indebita-

mento, market to book ratio quale proxy per misurare le opportunità di crescita, i flussi di cassa, gli asset tangibili e la deviazione standard dei flussi di cassa come indice per stimare la loro volatilità.

3.3.1. Variabili di controllo

La dimensione dell'impresa (size) è misurata come il logaritmo naturale del totale delle attività. In letteratura non sembra ci sia un consenso unanime sugli effetti della dimensione aziendale sui livelli di liquidità. Nelle grandi imprese, in cui sono presenti economie di scala e asimmetrie informative inferiori rispetto alle piccole imprese, è più economico emettere titoli di debito sui mercati finanziari (Barclay e Smith, 1995). Pertanto, potendo operare agevolmente e senza dover sostenere i costi eccessivi derivanti dal finanziamento esterno (Brennan e Hughes, 1991; Fazzari e Petersen, 1993), potrebbero detenere minori riserve di liquidità. In contrasto, le imprese più grandi hanno presumibilmente maggiori opportunità di crescita, le quali sono in grado di generare considerevoli flussi di cassa che permettono alle imprese di accumulare più denaro (Ozkan e Ozkan, 2004).

Leverage, calcolata come debiti finanziari totali a breve e lungo termine diviso per il totale dell'attivo dell'impresa dovrebbe influenzare negativamente le consistenze di cassa aziendali poiché, in linea generale, le disponibilità di contanti vengono utilizzate per rimborsare i prestiti in essere. Un'altra prospettiva è quella evidenziata da John (1993), il quale afferma che le imprese che non hanno particolari problemi di accesso al mercato esterno del debito non hanno necessità di detenere ingenti stock di attività liquide.

Growth opportunity, proxy per stimare le opportunità di crescita, è misurata dal rapporto fra la somma algebrica del valore contabile delle attività meno il valore contabile del capitale più il valore di mercato del capitale e il valore contabile delle attività. I processi di crescita di un'impresa sono caratterizzati da certo grado di asimmetria informativa e, di conseguenza, le imprese con valori più alti di questa variabile potrebbero detenere più liquidità per evitare di incorrere in difficoltà finanziarie a causa dei costi più elevati a cui devono far fronte tali imprese. Dato che le maggiori opportunità di crescita implicano maggiori esigenze di finanziamento, la disponibilità di riserve di cassa all'interno di una impresa permette di evitare gli elevati costi dei finanziamenti esterni (Myers e Majluf, 1984). Inoltre, poiché hanno numerosi progetti in cui investire, il rischio di incorrere in una carenza di liquidità è maggiore per le imprese con opportunità di crescita. Pertanto, esse preferiscono possedere più *cash* al fine di evitare situazioni in cui essi devono

astenersi da investimenti redditizi perché non hanno disponibilità di risorse finanziarie. Queste argomentazioni suggeriscono una relazione positiva tra consistenze di cassa e opportunità di crescita.

I cash flow derivano dal rapporto fra la somma del risultato prima delle imposte più ammortamenti e svalutazioni, e il totale delle attività. Secondo la teoria del trade-off, un aumento dei *free cash flow* dovrebbe determinare una diminuzione delle giacenze monetarie. Al contrario, dal punto di vista della teoria dell'agenzia, i manager delle imprese che presentano elevati flussi di cassa sono invogliati a detenere elevate riserve di liquidità, così da poterle utilizzare in maniera discrezionale, investendo in progetti che prevedono benefici personali, a scapito degli interessi di tutti gli azionisti.

Gli asset tangibili (*tangibility*) scaturiscono dal rapporto fra le immobilizzazioni materiali e il totale dell'attivo. Essi sono uno strumento importante per le imprese in quanto possono essere facilmente dismessi in caso di necessità e convertiti agevolmente in liquidità. Inoltre, le imprese con notevole ricchezza in attività materiali possono usarle come garanzia per l'emissione di debito (Titman e Wessels, 1988), di conseguenza hanno meno bisogno di detenere considerevoli riserve di cassa. Pertanto, ci si aspetta che le imprese con cospicui asset tangibili detengano livelli inferiori di liquidità.

Cash flow volatility è una proxy per misurare l'incertezza dei flussi di cassa generati dalla gestione. Essere a conoscenza della variabilità dei flussi di cassa delle imprese può significare essere in grado di determinare i periodi in cui si potranno avere difficoltà finanziarie. Per un'impresa trovarsi in tali situazioni di emergenze finanziarie può essere gravoso poiché imprese con carenze di cassa potrebbero vedere sfumare importanti opportunità di crescita e sviluppo. In aggiunta, Minton e Schrand (1999) dimostrano che una maggiore frequenza di carenze nei flussi di cassa, in presenza di imperfezioni nel mercato dei capitali, aumenta il costo di accesso al capitale esterno. Pertanto, le imprese con i flussi di cassa volatili sono tenuti a mantenere maggiore liquidità nel tentativo di ridurre i costi dei finanziamenti esterni. Maggiore è l'incertezza, tanto più diventa necessario creare riserve di liquidità, il che implica una relazione positiva tra consistenze di cassa aziendali e la volatilità dei flussi di cassa. La misura che si utilizza per stimare la volatilità dei flussi di cassa è la deviazione standard dei flussi di cassa diviso per il totale attivo.

3.3.2. Variabili di corporate governance

Al fine di testare le ipotesi di ricerca, le variabili di controllo precedentemente descritte e riconosciute dalla letteratura come le principali determinanti

della liquidità aziendale, vengono integrate da ulteriori proxy che individuano le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione. Lo studio si avvale di cinque variabili relative al Consiglio di Amministrazione: CEO duality, è una variabile dummy che assume valore uguale a uno se il presidente del Consiglio di Amministrazione ricopre anche il ruolo di amministratore delegato dell'impresa, in caso contrario, è uguale a zero; presenza di consiglieri indipendenti e consiglieri con altri incarichi, individuate rispettivamente dal rapporto fra amministratori indipendenti e numero di amministratori nel board con più di tre incarichi in altre imprese sul numero complessivo dei consiglieri; dimensione del *board of directors*, è il numero complessivo dei membri che siedono in Consiglio di Amministrazione ed è calcolato come il rapporto fra la dimensione del CdA e il logaritmo del totale dell'attivo; diversità di genere, data dal rapporto fra il numero di donne e la dimensione totale del *board*.

Le particolarità del *board* che determinano un aumento dei costi di agenzia tendono ad avere un effetto positivo sulle riserve di cassa, mentre quelle che mitigano i conflitti di agenzia mirano a ridurre il livello della liquidità.

3.4. Campione e descrizione dei dati

Il modello preposto viene testato su un campione costituito da tutte le imprese italiane quotate nella borsa valori di Milano incluse nella banca dati Datastream per il periodo 2003-2013 (11 anni). Il processo di selezione del campione inizia, per evitare distorsioni nelle stime, eliminando gli *outliers*. Attraverso un processo di winsorizing, i valori estremi di tutte le variabili sono stati sostituiti dai dati presenti ai percentili 1% e 99%. Secondariamente, sono state escluse le imprese appartenenti al settore finanziario e assicurativo perché i loro bilanci sono influenzati da fattori esogeni, cioè, norme speciali che disciplinano la gestione delle proprie risorse di cassa. Infine, non sono state selezionate le imprese di cui non si possedevano i dati del governo societario. Pertanto, il campione finale si compone di 1683 osservazioni e 192 imprese. I dati sulla struttura della proprietà e le caratteristiche dei consigli di amministrazione sono stati raccolti manualmente facendo riferimento alle relazioni annuali sulla governance societaria delle singole imprese, disponibili sui siti web ufficiali e sul sito di Borsa Italiana, la società che si occupa dell'organizzazione, della gestione e del funzionamento del mercato azionario italiano.

Tab. 1 – Statistiche descrittive

Variabili	Media	Deviazione Standard	1° Quartile	Mediana	3° Quartile
Cash holdings	0.109	0.106	0.040	0.077	0.140
Size	13.118	1.842	11.837	12.799	14.325
Leverage	0.302	0.182	0.168	0.299	0.408
Growth opportunity	1.496	0.635	1.100	1.325	1.691
Cash flow	0.051	0.076	0.020	0.053	0.087
Tangibility	0.256	0.212	0.086	0.200	0.377
CF volatility	0.003	0.003	0.002	0.003	0.005
CEO Duality	0.251	0.433	0.000	0.000	1.000
Independent directors	0.387	0.183	0.273	0.364	0.500
Busy directors	0.339	0.274	0.111	0.300	0.556
Board size	9.5	3.212	7	9	11
Female directors	0.085	0.099	0.000	0.067	0.143

La tabella 1 presenta le principali statistiche per il campione di imprese oggetto di analisi. La variabile principale dello studio, *cash holdings*, ha una media dell'11% e una mediana del 7,7% con una deviazione standard del 10,5%. Questi valori sono in generale in linea con quelli di altri studi che riguardano imprese italiane. Ad esempio, Bigelli, Martín-Ugedo e Sánchez-Vidal (2014) riferiscono che il valore medio del *cash holdings*, per le imprese private nel periodo 1996-2005, è del 10%. In termini di dati finanziari, l'impresa media del campione ha un patrimonio di circa 1,3 milioni di euro e una percentuale di indebitamento di circa il 30%. I flussi di cassa generati rappresentano, in media, lo 0,5% degli asset, con una volatilità relativamente contenuta dello 0,003%. Con riferimento alle caratteristiche del board, i risultati mostrano che, in media, l'amministratore delegato è anche il presidente del Consiglio di Amministrazione nel 25% dei casi. La percentuale media di amministratori indipendenti nei consigli è del 38,6%. I consiglieri con più di tre incarichi in altri consigli di amministrazione oltre quello dell'impresa rappresentano, in media, il 34% di tutti gli amministratori. Il numero medio dei CdA italiani è compreso tra nove e dieci, indicando che in Italia le imprese tendono ad adottare *boards* relativamente piccoli. Infine, la presenza del genere femminile si attesta all'8,4% sul totale dei consiglieri. Questa percentuale, molto bassa soprattutto in confronto con i Paesi del Nord Europa, è aumentata considerevolmente in seguito all'approvazione della Legge 120/2011 sulle quote rosa che prevede la presenza delle donne all'interno dei board delle società quotate italiane. Infatti, tale media si attesta al 12,35% per il periodo 2011-2013 contro il 6,85% del periodo 2003-2010. Questi dati sono coerenti con quelli evidenziati da Minichilli (2014) nello studio riguardante la corporate governance delle imprese italiane.

Negli ultimi anni gli studi di corporate governance hanno focalizzato le loro attenzioni sull'analisi della struttura del Consiglio di Amministrazione (Daily, Dalton e Cannella, 2003; Machold *et al.*, 2011). Contestualmente, la rivisitazione del Codice di Autodisciplina, strumento legislativo che disciplina la *best practice* delle imprese italiane quotate, permette l'analisi e il confronto di alcuni aspetti della governance già ampiamente approfonditi, come la numerosità e l'eterogeneità di consiglieri, ma cosa più importante consente la disamina delle nuove caratteristiche della corporate governance, quali la tutela delle minoranze azionarie, attraverso la presenza di consiglieri indipendenti, e la diversità di genere grazie alle nuove disposizioni normative che prevedono l'obbligatorietà della presenza nei *board* d'impresa delle società quotate di un quinto di donne a partire dal 2012 e da un terzo a partire dal 2015.

Tab. 2 – Evoluzione struttura del Consiglio di Amministrazione nel periodo 2003-2013

Anno	CEO duality	Independent directors	Busy directors	Board size	Female directors
2003	0.220	0.366	0.339	9.417	0.063
2004	0.162	0.383	0.349	9.676	0.064
2005	0.200	0.389	0.350	9.521	0.062
2006	0.282	0.388	0.339	9.380	0.061
2007	0.291	0.383	0.357	9.396	0.069
2008	0.241	0.369	0.348	9.428	0.070
2009	0.243	0.379	0.340	9.582	0.072
2010	0.298	0.382	0.349	9.597	0.078
2011	0.284	0.387	0.346	9.505	0.085
2012	0.263	0.405	0.324	9.495	0.113
2013	0.231	0.412	0.299	9.513	0.170

Se, in riferimento alla presenza della condizione di CEO duality e alla dimensione del CdA, ci sono state variazioni impercettibili dal 2003 al 2013, lo stesso non si può affermare per quanto riguarda la partecipazione dei consiglieri indipendenti, degli amministratori con altri incarichi e la diversità di genere. Nei primi due casi si evidenzia, rispettivamente, un aumento di circa il 5% e una riduzione del 4%, a conferma del fatto che gli organi predisposti al controllo aspirano ad avere una struttura di governance più aperta agli azionisti di minoranza, strettamente collegati ai consiglieri indipendenti, e composta da consiglieri meno impegnati, che possano dedicare maggiore tempo alle problematiche dell'impresa. Per quanto riguarda i *female*

directors, si osserva un sostanziale aumento delle quote rosa in seno al Consiglio di Amministrazione. Nel 2012 la presenza di donne nei *board* delle imprese quotate italiane è cresciuta dal 6.3% del 2003 all'11.3%. Nel 2013, ultimo anno di osservazione, tale percentuale arriva al 17%, registrando l'intervento di quasi il triplo di donne rispetto al 2003.

La tabella 3 riporta la matrice di correlazione fra le variabili.

Tab. 3 – Matrice delle correlazioni

Variabili	VIF	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1 Cash holdings		1											
2 Size	1.85	-0.0720*	1										
3 Leverage	1.30	-0.3009*	0.1724*	1									
4 Growth opportunity	1.53	0.2638*	-0.1342*	-0.3787*	1								
5 Cash flow	1.49	-0.0162	0.2503*	-0.2526*	0.3853*	1							
6 Tangibility	1.18	-0.2956*	0.2090*	0.2425*	-0.1488*	0.0426	1						
7 CF Volatility	1.40	-0.0499*	-0.4553*	0.0889*	-0.0253	-0.2827*	-0.1923*	1					
8 CEO Duality	1.08	0.0546*	-0.1344*	-0.0350	0.0118	-0.0476*	-0.0419	0.0083	1				
9 Independent directors	1,17	-0.1031*	0.2802*	0.0960*	-0.0137	-0.0052	0.2078*	-0.0918*	-0.0778*	1			
10 Busy directors	1.20	0.0078	0.3148*	0.0583*	-0.0433	-0.0032	-0.0082	-0.1497*	0.0691*	-0.0558*	1		
11 Board size	1.10	0.0413	0.1192*	-0.0269	0.1532*	0.0411	-0.0403	-0.0747*	-0.1550*	0.0026	0.1405*	1	
12 Female directors	1.20	-0.0007	-0.1931*	-0.0117	-0.0329	-0.0629*	-0.0273	0.0603*	0.0254	-0.0637*	-0.1056*	-0.0127	1

La correlazione positiva tra la *cash holdings* e CEO duality è coerente con l'ipotesi formulata che prevede consistenze di cassa maggiori nelle imprese che si caratterizzano per la coincidenza dei due ruoli in un'unica persona. Le correlazioni negative della variabile dipendente con consiglieri indipendenti e la diversità di genere sono conformi alle previsioni elaborate: imprese con CdA più indipendenti e qualificate da presenze femminili dovrebbero detenere minore liquidità. Per quanto riguarda la dimensione del *board of directors*, il segno positivo sembrerebbe favorire un aumento delle riserve di cassa nelle imprese con un CdA più numeroso. Invece, lo status di consigliere "impegnato" non sembra influenzare in modo significativo i livelli di contante. Le variabili relative alle caratteristiche finanziarie di un'impresa, mostrano in linea generale i loro segni attesi. In particolare, la *cash holdings* è negativamente correlato alla dimensione delle imprese, al grado di indebitamento, alla presenza di asset tangibili e alla volatilità dei flussi di cassa di gestione, mentre risulta essere positivamente correlato alle opportunità di crescita dell'impresa.

In generale, non si segnalano problemi di correlazioni fra variabili che potrebbero alterare la validità dei risultati econometrici a causa di multicollinearità. Inoltre, il test VIF (*variance inflator factor*), mostra che la correlazione fra le variabili indipendenti è marginale, ossia non di un livello tale da alterare la significatività dei risultati.

3.5. Relazione fra Consiglio di Amministrazione e Cash holdings

La tabella 4 presenta i risultati dell'analisi della relazione fra la composizione del Consiglio di Amministrazione e le riserve di liquidità, ottenuti attraverso l'applicazione di un *fixed effect panel model*. La colonna (1), che rappresenta il modello di base dello studio, mostra i risultati dell'analisi di regressione basati su una misura di liquidità d'impresa (*cash holdings*), misurata dal rapporto fra disponibilità liquide ed asset facilmente liquidabili sul totale attivo (Ozkan e Ozkan, 2004). Come *robustness*, facendo riferimento agli studi di Harford, Mansi e Maxwell (2008), Dittmar e Mahrt-Smith (2007) e Opler *et al.* (1999), nelle colonne (2-4) è stato modificato il metodo di calcolo della variabile dipendente. I risultati sono qualitativamente identici e non modificano le conclusioni a cui si è giunti. L'unica differenza riscontrabile è nella perdita di significatività nella colonna (4) della variabile *female directors*.

Inoltre, dato che le variabili relative all'impresa difficilmente possono essere considerate come strettamente esogene, viene applicata la tecnica GMM per testare quanto robusti possano essere i risultati rispetto ad eventuali problemi di endogeneity¹. In particolare viene considerato il *Generalized Method of Moment* di Arellano e Bond (1991), dove tutte le variabili indipendenti vengono considerate endogene e i loro valori ritardati sono usati come strumenti.

In generale, i coefficienti stimati delle variabili di controllo sono in linea con le indicazioni precedentemente ipotizzate. Il coefficiente negativo e statisticamente significativo della variabile *size* conferma le evidenze empiriche di Kim (1999), il quale individua nella dimensione delle imprese una valida proxy per il costo dei finanziamenti esterni e rivela come le imprese più grandi siano caratterizzate da maggiori risorse di cash poiché, usufruendo dei vantaggi delle economie di scala, possono accedere al mercato esterno del debito a costi inferiori (Barclay e Smith, 1996). Di conseguenza non hanno bisogno particolari di detenere liquidità in eccesso. La relazione fra liquidità e leverage è negativa e significativa al livello dell'1%. Coerentemente con i principali risultati empirici, considerato che le disponibilità liquide sono normalmente utilizzate per rimborsare i debiti pregressi e tenuto conto che le imprese che non hanno difficoltà ad operare sui mercati esterni non hanno l'esigenza di possedere considerevoli risorse liquide, le riserve di cassa diminuiscono al crescere dell'indebitamento. Il risultato della variabile *market to book ratio* evidenzia una forte relazione tra l'indice di misurazione delle opportunità di crescita e le consistenze di cassa delle imprese. Il coefficiente è, infatti, positivo e statisticamente significativo.

¹ È stata utilizzata la variabile dipendente laggata da t-1 a t-2 e come endogene tutte le variabili indipendenti, che con molta probabilità sono simultaneamente determinante con la liquidità laggate da t-1 a t-3. Inoltre, le dummy anno sono anche utilizzate come strumenti, in modo da tenere sotto controllo la presenza di effetti macroeconomici.

Tab. 4 – Risultati sull'effetto del Consiglio di Amministrazione sul Cash holdings

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	FE	FE	FE	FE	GMM
VARIABILI	Cash holdings	Adjusted Cash holdings	Ln Cash holdings	Ln Cash holdings Net	Cash holdings
L.cash holdings					0.389*** (0.00683)
Size	-0.0173* (0.00889)	-0.0180** (0.00853)	-0.00554 (0.0904)	-0.0325 (0.104)	0.0138*** (0.00194)
Leverage	-0.0480*** (0.0181)	-0.0299* (0.0173)	-0.559*** (0.184)	-0.540** (0.211)	-0.000904 (0.00406)
Growth opportunity	0.0440*** (0.00539)	0.0341*** (0.00517)	0.379*** (0.0548)	0.434*** (0.0628)	0.0192*** (0.00133)
Cash flow	0.0272 (0.0363)	0.0396 (0.0348)	0.447 (0.369)	0.422 (0.423)	-0.0953*** (0.0151)
Tangibility	-0.186*** (0.0171)	-0.179*** (0.0164)	-1.819*** (0.174)	-2.252*** (0.199)	-0.114*** (0.00574)
CF volatility	-0.0107 (0.190)	0.0991 (0.182)	-0.778 (1.931)	-1.152 (2.213)	0.556*** (0.0403)
CEO duality	0.00312 (0.00590)	0.00388 (0.00566)	0.00927 (0.0600)	-0.0125 (0.0688)	-0.00123 (0.00171)
Independent directors	-0.0525*** (0.0153)	-0.0457*** (0.0147)	-0.734*** (0.156)	-0.876*** (0.178)	-0.0189*** (0.00462)
Busy directors	-0.0462*** (0.0107)	-0.0367*** (0.0102)	-0.303*** (0.109)	-0.374*** (0.124)	-0.0410*** (0.00399)
Board size	-0.0197 (0.0168)	-0.0174 (0.0161)	0.145 (0.170)	0.145 (0.195)	0.0125 (0.00812)
Female directors	0.0511* (0.0277)	0.0587** (0.0266)	0.604** (0.282)	0.528 (0.323)	0.0500*** (0.0124)
Costante	0.381** (0.174)	0.233 (0.167)	-2.067 (1.771)	-1.364 (2.030)	-0.279*** (0.0355)
Year Dummies	SI	SI	SI	SI	SI
Osservazioni	1,683	1,683	1,683	1,683	1,331
R-squared	0.177	0.140	0.160	0.165	
Number of id	192	192	192	192	189
AR (2)					0.6173
Sargan test (df)					171.86

Note: la tabella riporta i risultati delle regressioni Fixed Effects, in cui la variabile dipendente è una misura della liquidità (*Cash holdings*) calcolata in ogni colonna in modo differente. Le variabili sono descritte nell'appendice 3. Le dummy temporali sono incluse nel modello. Fra parentesi sono riportati gli standard error robust. (*), (**), e (***) indicano la significatività statistica di ciascun coefficiente a un livello del 10%, del 5% e dell'1%, rispettivamente. La colonna (5) mostra le stime effettuate attraverso il GMM model dove i valori laggati della variabile dipendente e di tutte le variabili indipendenti sono usati come strumenti.

Le imprese con elevate opportunità di crescita hanno consistenze di cassa maggiori in quanto, mediante l'accantonamento di riserve di cassa, cercano di minimizzare il rischio di non avere risorse interne sufficienti per finanziare progetti di investimento redditizi. Infine, i risultati non forniscono sostegno alle evidenze empiriche che individuano come significative determinanti del *cash holdings* le variabili relative ai flussi di cassa e alla loro volatilità. I coefficienti stimati sono rispettivamente positivo e negativo, ma non significativi in nessuna regressione. Ulteriormente, applicando la tecnica GMM (colonna (5)) si verifica che, anche in presenza di eventuali problemi di *endogeneity*, i risultati sono confermati. In tale ultimo caso, le assunzioni chiave risultano verificate. La statistica Arellano-Bond (2) suggerisce l'assenza di problemi di correlazione seriale del secondo ordine, mentre il Sargan test indica che gli strumenti utilizzati non sono correlati col termine di errore.

I risultati riportati nella colonna (1) della tabella 4 non confermano l'ipotesi *H.1*, in quanto il coefficiente della variabile dummy *CEO duality* non risulta statisticamente significativo ($\beta = 0.00312$, *s.e.* = 0.00590). I risultati empirici mostrano come il contestuale incarico di amministratore delegato e presidente del Consiglio di Amministrazione non sia in grado influenzare la quantità di liquidità detenuta nell'impresa.

Il coefficiente della variabile *independent directors* presenta un segno negativo ed è statisticamente significativo ($\beta = -0.0525$, *s.e.* = 0.0153) al livello di confidenza dell'1%. I risultati presenti in colonna (1) della tabella 4 evidenziano che la quantità di liquidità posseduta diminuisce in presenza di membri indipendenti nel Consiglio di Amministrazione. Un Consiglio di Amministrazione più indipendente sembra in grado di svolgere un migliore monitoraggio, abile a determinare una riduzione delle riserve di cassa che, se presenti in oltre misura, potrebbero essere destinate ad operazioni opportunistiche da parte dei manager aziendali. I risultati affermano la maggiore propensione al controllo da parte dei consiglieri indipendenti, che contribuiscono ad avere una efficiente corporate governance, volta a garantire una migliore tutela degli interessi degli azionisti di minoranza e una vigilanza eccellente dell'uso della liquidità.

I risultati sull'effetto della presenza di consiglieri di amministrazione particolarmente impegnati sulle disponibilità liquide aziendali riportano il segno negativo e statisticamente significativo ($\beta = -0.0462$, *s.e.* = 0.0107) della variabile *busy directors* al livello di confidenza dell'1%, il che indica che le consistenze di cassa sono inferiori nelle imprese in cui vi è una maggiore presenza di membri con ulteriori incarichi in essere. I risultati affermano la prevalenza dei benefici derivanti dell'effetto di reputazione (Jiraporn *et al.*, 2009) rispetto agli svantaggi previsti dalla concezione secondo cui i consi-

glieri, che siedono in molti altri consigli di amministrazione, tendono a spendere meno tempo in ogni singola impresa, trascurando i loro doveri di supervisione e creando problemi di agenzia. Fama e Jensen (1983) e Carpenter e Westphal (2001), sostengono che i consiglieri di amministrazione che siedono contemporaneamente in molteplici consigli di amministrazione, contribuiscono allo sviluppo di esperienze e competenze. Sulla base di questa visione, la loro presenza può essere negativamente associata alla liquidità in quanto soggetti con notevole background aziendale e culturale possono avviare forti azioni a sostegno degli interessi di tutti gli azionisti, minimizzando i comportamenti opportunistici del CEO ed evitando l'abuso delle risorse di cassa. Altresì, secondo Jiraporn *et al.* (2009), i *busy directors* sono preziosi a causa delle notevoli relazioni professionali di cui dispongono. Essi possono utilizzare i loro contatti per garantire un migliore accesso al mercato dei capitali esterni, per cui le imprese non ravvisano la necessità di detenere liquidità considerevoli (Salancik e Pfeffer, 1978; Zahra e Pearce, 1989).

L'ipotesi *H.4* riguardante le implicazioni delle dimensioni del Consiglio di Amministrazione sulle consistenze di cassa aziendali, contrariamente alle aspettative e a quanto suggerito dalla maggior parte degli studi in letteratura, non è verificata in quanto la stima del coefficiente della variabile di interesse *board size* genera un valore negativo e non statisticamente significativo ($\beta = -0.0197$, *s.e.* = 0.0168).

Allo stesso modo, diversamente da quanto previsto, si rifiuta l'ipotesi *H.5* che prevedeva una relazione negativa fra la presenza di donne nei CdA e le disponibilità di cassa. La variabile *female directors* è positiva e statisticamente significativa ($\beta = 0.0511$, *s.e.* = 0.0277), pertanto la presenza di donne nei vertici aziendali sembra influire positivamente sulle politiche d'impresa relative alla raccolta di liquidità. Il differente risultato rispetto a quello atteso, può essere spiegato facendo riferimento agli studi che individuano le donne come soggetti con una minore propensione al rischio che adottano politiche finanziarie conservatrici (Francis *et al.*, 2015). In base a questa prospettiva, esse potrebbero prediligere il possesso di ingenti disponibilità liquide a fini precauzionali, andando a costituire dei *buffer* finanziari da poter utilizzare in periodi di ristrettezze economiche. Ball (2001), afferma che il conservatorismo rende i *board* più forti attraverso un più efficace monitoraggio delle politiche di investimento delle imprese. In qualità di strumento utile ad osservare l'operato manageriale, un consiglio più conservatore permette un tempestivo riconoscimento dei progetti di investimento a VAN negativo o scarso rendimento, il che limita l'uso indiscriminato delle risorse aziendali per tutti i progetti e quindi determina una maggiore detenzione di liquidità nell'impresa.

3.6. Ruolo del board nelle imprese con elevate possibilità di comportamenti opportunistici

In questo paragrafo vengono condotte ulteriori analisi finalizzate ad approfondire l'efficienza del Consiglio di Amministrazione nel determinare le consistenze di cassa in quelle imprese che adottano delle forti politiche di conservatorismo finanziario. Numerosi studi empirici affermano che le imprese con elevata liquidità hanno maggiori probabilità di incorrere in problemi di agenzia. In queste tipologie di imprese, considerato che il contesto istituzionale italiano è caratterizzato, fra le altre cose, da una debole protezione degli azionisti e da mercati dei capitali poco sviluppati, solo una robusta e adeguata corporate governance può essere garante dei diritti di tutti gli azionisti e mitigare i costi di agenzia che potrebbero sorgere dalla separazione fra proprietà e gestione, obiettivi differenti fra azionisti e manager, e asimmetrie informative fra proprietà e top management (Coase, 1937; Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983; La Porta *et al.*, 1997).

Stabilito che i manager hanno sufficiente potere discrezionale per intraprendere progetti di investimento e sono propensi ad avviare azioni che massimizzano la loro utilità, anche a scapito della ricchezza degli stakeholder (Watts e Zimmerman, 1986), i costi di agenzia possono determinare perdita di valore per gli azionisti e, così come ogni altro costo, contribuiranno a diminuire valore dell'impresa.

Bates, Kahle e Stulz (2009), mostrano come l'accessibilità ad ingenti consistenze di cassa creano opportunità, per chi gestisce le risorse aziendali, a perseguire interessi personali, lasciando l'impresa vulnerabile ai costi di agenzia. I conflitti di interesse fra manager e azionisti sono particolarmente rilevanti nelle imprese con elevati flussi di cassa (Jensen, 1986) poiché il management aziendale tende ad accumulare riserve di liquidità al fine di aumentare risorse sotto il loro controllo. Di conseguenza, si può prevedere una relazione positiva tra conflitti di agenzia e consistenze di cassa.

Numerosi studi mostrano risultati empirici coerenti con queste motivazioni. Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes (2003) evidenziano che le imprese operanti in contesti con maggiori problemi di agenzia detengono più liquidità. Dittmar e Mahrt-Smith (2007) e Pinkowitz, Stulz e Williamson (2006) mostrano che, in presenza di rilevanti problemi di agenzia tra i manager e gli azionisti esterni, il valore generato dalle riserve di cassa sia inferiore a causa dei comportamenti opportunistici dei manager, i quali sono propensi a spendere la liquidità accumulata molto rapidamente senza tenere in debita considerazione il parere e gli obiettivi di tutti gli azionisti. Nelle imprese con rilevanti flussi di cassa e limitate opportunità di crescita, come affermato da

Jensen (1986), i costi di agenzia si aggravano a causa dei comportamenti opportunistici dei manager che intraprendono decisioni manageriali non ottimali, ma che prevedono superiori compensazioni, potere e prestigio.

Ricerche empiriche evidenziano come il costo del finanziamento esterno sia differente a seconda della dimensione dell'impresa (Whited, 1992; Fazzari e Petersen, 1993), pertanto le imprese più piccole sono incoraggiate a causa del costo delle risorse esterne particolarmente elevato, facendo riferimento alle motivazioni della teoria dei costi di transazione, a detenere cospicue riserve di *cash stock*, che potrebbero dare vita a problemi di opportunismo manageriale. Diversamente, le grandi imprese che presentano minori asimmetrie informative rispetto alle piccole (Brennan e Hughes, 1991; Collins, Rozeff e Dhaliwal, 1981), usufruiscono di economie di scala (Barclay e Smith, 1995) che gli permettono di raccogliere i fondi necessari per gli investimenti, sul mercato esterno dei capitali ad un costo inferiore.

Un ruolo fondamentale nel mitigare problemi di agenzia e garantire la difesa degli interessi di tutti gli azionisti può essere svolto dai sistemi di corporate governance (Dey, 2008). Infatti, è dimostrato empiricamente che in presenza di una scarsa governance e una debole tutela degli investitori, i problemi di agenzia all'interno delle imprese tendono ad aumentare (Shleifer e Vishny, 1997); mentre, in presenza di una buona corporate governance e una forte protezione degli investitori, i conflitti di agenzia sono meno gravi.

Pertanto, appare interessante approfondire come si comporta il Consiglio di Amministrazione, in contesti che si prestano particolarmente a comportamenti opportunistici del management e quindi con potenziali conflitti di agenzia, in merito alla determinazione delle riserve di liquidità. Per testare questo effetto, vengono svolte varie regressioni in differenti sotto campioni di imprese: imprese che hanno scarse opportunità di crescita (colonna 1), elevati cash flow (colonna 3) e che presentano un eccesso di flussi di cassa (colonna 5). Inoltre si analizza il ruolo del CdA nelle piccole (colonna 7) e grandi imprese (colonna 8), individuate rispettivamente per valori inferiori al 1° quartile e superiori al 3° quartile della variabile *size*, proxy che misura la dimensione dell'impresa, derivante dal logaritmo naturale del totale attivo.

Tab. 5 – Risultati sull'effetto del Consiglio di Amministrazione sul Cash holdings in imprese con potenziali problemi di opportunità

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	Low Growth	High Growth	High Cash Flow	Low Cash Flow	Excess CF	No Excess CF	Small	Big
VARIABILI	Cash holdings	Cash holdings	Cash holdings	Cash holdings	Cash holdings	Cash holdings	Cash holdings	Cash holdings
Size	-0.0469*** (0.0114)	0.00815 (0.0155)	-0.00499 (0.0137)	-0.0384*** (0.0141)	0.000438 (0.00332)	-0.0182 (0.0164)	-0.0475* (0.0252)	-0.0401** (0.0200)
Leverage	0.0213 (0.0216)	-0.130*** (0.0338)	-0.123*** (0.0268)	-0.0507* (0.0276)	-0.0985*** (0.0217)	-0.0306 (0.0313)	-0.180*** (0.0403)	0.0726* (0.0377)
Growth opport.	0.0320 (0.0228)	0.0325*** (0.00669)	0.0356*** (0.00645)	0.0322*** (0.00953)	0.0391*** (0.00584)	0.0193* (0.0106)	0.0233** (0.00974)	0.0481*** (0.0136)
Cash flow	0.0263 (0.0454)	-0.0290 (0.0598)	0.0119 (0.0642)	0.112 (0.0690)	-0.0511 (0.0534)	0.0352 (0.0796)	0.192** (0.0745)	-0.0246 (0.0920)
Tangibility	-0.211*** (0.0201)	-0.158*** (0.0316)	-0.118*** (0.0220)	-0.169*** (0.0281)	-0.124*** (0.0214)	-0.185*** (0.0318)	-0.0498 (0.0409)	-0.181*** (0.0264)
CF volatility	-0.467** (0.221)	0.277 (0.387)	0.584 (0.360)	-0.197 (0.259)	-0.0256 (0.0239)	0.126 (0.308)	0.0110 (0.411)	-2.245* (1.312)
CEO duality	0.0127* (0.00718)	-0.00792 (0.00932)	0.00252 (0.00768)	0.000236 (0.00905)	0.00744 (0.00668)	0.000584 (0.0110)	-0.00522 (0.0131)	0.0178 (0.0110)
Independent dir.	-0.0604*** (0.0186)	0.00646 (0.0285)	-0.0270 (0.0231)	-0.0903*** (0.0225)	-0.0381** (0.0186)	-0.0578** (0.0269)	-0.0421 (0.0364)	-0.0543** (0.0252)
Busy directors	-0.0310** (0.0129)	-0.0515*** (0.0175)	-0.0263* (0.0145)	-0.0498*** (0.0161)	-0.0257** (0.0121)	-0.0535** (0.0212)	-0.0492* (0.0269)	-0.0181 (0.0179)
Board size	6.18e-05 (0.0200)	-0.0227 (0.0281)	0.0166 (0.0216)	-0.0554** (0.0259)	0.0117 (0.0177)	-0.0392 (0.0338)	-0.104** (0.0433)	0.0205 (0.0264)
Female directors	-0.0387 (0.0322)	0.0432 (0.0465)	0.106*** (0.0381)	-0.0518 (0.0418)	0.0708** (0.0328)	-0.0415 (0.0536)	0.154*** (0.0560)	-0.0573 (0.0530)
Year Dummies	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Osservazioni	853	830	850	833	1,131	552	389	441
R-squared	0.203	0.154	0.222	0.186	0.204	0.163	0.281	0.180
Number of id	146	160	157	159	184	142	71	51

Note: la tabella riporta i risultati delle regressioni Fixed Effects, in cui la variabile dipendente è una misura della liquidità (*Cash holdings*). Tra le variabili esplicative di interesse vi sono le variabili di governance che permettono di definire le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione. Le variabili sono descritte nell'appendice 3. Le dummy temporali e la costante sono incluse nel modello, ma i coefficienti non sono riportati. Fra parentesi sono riportati gli standard error robust. (*), (**) e (***) indicano la significatività statistica di ciascun coefficiente a un livello del 10%, del 5% e dell'1%, rispettivamente.

La tabella 5 riporta i risultati relativi all'efficienza del Consiglio di Amministrazione nel determinare riserve di liquidità nelle imprese in cui potenzialmente potrebbero esserci maggiori problemi di opportunismo manageriale. I coefficienti delle variabili di controllo rimangono sostanzialmente invariati, confermando le predizioni teoriche desumibili dalla letteratura.

Anche se con alcune differenze, in termini di intensità della relazione, fra i vari sotto campioni di imprese individuati, le variabili *independent*, *busy* e *female directors* mantengono il segno precedentemente mostrato nel campione totale di imprese. Nello specifico, la presenza di consiglieri indipendenti determina una riduzione delle riserve di liquidità nei sotto campioni di imprese con scarse opportunità di sviluppo, in quelle che presentano un eccesso di *cash flow* e nelle grandi imprese.

I risultati presenti nella colonna (5) della tabella 5 permettono di evidenziare il delicato ruolo che i consiglieri indipendenti ricoprono nelle imprese che hanno un eccesso di *cash flow*, calcolato come il differenziale positivo fra i *cash flow* e *capital expenditures*, rispetto alle sole imprese in cui si registrano degli elevati flussi di cassa. Il coefficiente della variabile *independent directors* è negativo e statisticamente significativo ($\beta = -0.0381$, *s.e.* = 0.0186), pertanto la partecipazione di consiglieri indipendenti nelle imprese con eccesso di *cash flow* provoca la riduzione dello stanziamento di denaro in cassa. Le imprese che si trovano in queste condizioni finanziarie hanno già impiegato i flussi di cassa per gli investimenti, pertanto la quota rimanente potrebbe essere utilizzata in maniera del tutto discrezionale dai manager. Il monitoraggio in seno al CdA svolto dai consiglieri esterni porta ad un calo di liquidità nelle imprese, limitando di fatto le risorse monetarie che l'amministratore delegato potrebbe gestire autonomamente e che si prestano ad un utilizzo inefficiente.

Allo stesso modo, anche la presenza di consiglieri con altri incarichi in essere si rivela come una caratteristica del board abile a ridurre la detenzione di cash. La variabile *busy directors* è negativa e statisticamente significativa in quasi tutti i sotto campioni di imprese. Unica eccezione in cui il coefficiente non è statisticamente significativo è rappresentata dalle grandi imprese. L'intervento nel board aziendale dei consiglieri "occupati", i quali si contraddistinguono per il possesso di spiccate abilità gestionali e la molteplicità di contatti di cui possono servirsi all'interno del contesto imprenditoriale e finanziario, conduce le imprese al possesso di inferiori riserve di cassa, prevedendo benefici per gli stakeholder aziendali. In tal modo, infatti, il CEO non potrà disporre di ingenti risorse di cassa da poter utilizzare in maniera opportunistica, andando a determinare delle inefficienze d'impresa e perdita di valore. *Busy directors* interagiscono con molteplici soggetti e le importanti relazioni esterne

di cui giovano possono facilitare l'impresa nell'accedere a finanziamenti esterni. Da qui la non necessità di detenere ingenti quantità di denaro liquido.

Diversamente, la partecipazione di consiglieri donne nel CdA sfocia in un aumento della cassa in tutti i sotto campioni di imprese tranne nelle imprese che hanno scarse *growth opportunity* e in quelle di grandi dimensioni. La scarsa avversione al rischio delle *female directors* potrebbe far propendere la loro volontà verso un aumento delle disponibilità liquide per fini cautelativi. Considerate le ampie risorse monetarie che derivano dalla gestione aziendale, esse mirano ad accumulare precauzionalmente risorse liquide e creare un *cushinnetto* finanziario, da cui poter attingere in momenti di difficoltà di accesso ai mercati esterni del credito o eventi sfavorevoli che colpiscono l'impresa.

Rispetto all'analisi riguardante l'intero campione di imprese, il presente studio mette in evidenza ulteriori caratteristiche del board aziendale che precedentemente non si erano dimostrate capaci di influenzare la detenzione di liquidità: *CEO duality* e *board size*.

I risultati della colonna (1) della tabella 5, che si riferiscono al sotto campione di imprese che presentano scarse opportunità di crescita, mostrano il segno positivo e la significatività statistica del coefficiente della variabile *CEO duality* ($\beta = 0.0127$, *s.e.* = 0.00718). Pertanto, i risultati rivelano che la coesistenza della medesima persona nei due ruoli di amministratore delegato e presidente del Consiglio di Amministrazione, determina un incremento delle riserve di liquidità. L'aumento del *cash holdings* nelle imprese che non hanno elevate *growth opportunity* potrebbe derivare da una precisa volontà manageriale ed essere foriero di comportamenti opportunistici da parte del *CEO*. Infatti, i manager, non avendo progetti di investimento profittevoli in cui investire, potrebbero impiegare la maggiore liquidità presente nell'impresa in iniziative imprenditoriali che prevedono un tornaconto personale, a discapito del valore complessivo aziendale.

Nella colonna (7) è presente la regressione riguardante le piccole imprese, identificate per valori inferiori al 1° quartile della variabile *size*, proxy che misura la dimensione dell'impresa. Il coefficiente della variabile *board size* è negativo e statisticamente significativo ($\beta = -0.104$, *s.e.* = 0.0433), di conseguenza, l'aumento della numerosità del *board* nelle piccole imprese conduce a una riduzione della liquidità. In tal modo, un board più ampio riesce ad effettuare un migliore monitoraggio delle operazioni manageriali, diminuendo la possibilità di un uso indiscreto delle riserve di cassa da parte del *CEO*. I risultati confermano pieno sostegno all'ipotesi che prevede come consigli di amministrazione più numerosi, nelle imprese in cui i manager possono adoperare comportamenti opportunistici che mirano a erodere valore agli azionisti, siano vantaggiosi per gli stakeholder aziendali.

3.7. Conclusioni

Il presente studio esamina il livello delle disponibilità di cassa delle imprese italiane quotate per il periodo dal 2003 al 2013. Considerando un campione di 1.683 osservazioni e 192 imprese, il paper analizza l'impatto della struttura del Consiglio di Amministrazione sul *cash holdings*.

L'analisi si caratterizza per varie peculiarità che permettono, al contempo, sia di ampliare la rassegna di contributi sul tema, che di differenziarsi da analoghe evidenze empiriche già pubblicate. In primo luogo, diversamente da altri studi, vengono considerate simultaneamente le cinque caratteristiche di corporate governance indicate dal Codice di Autodisciplina come fondamentali per reputare come efficiente o meno un Consiglio di Amministrazione d'impresa. In particolare, ci si è focalizzati sulle caratteristiche del *board* che hanno dimostrato di essere in grado di influenzare (positivamente o negativamente) la qualità del monitoraggio del board aziendale: *chief executive officer duality*, la presenza di consiglieri indipendenti e con altri incarichi, così come le dimensioni del Consiglio di Amministrazione e la diversità di genere. In secondo luogo, come suggerito da precedenti studi empirici, l'analisi empirica viene svolta controllando i potenziali problemi di endogeneità che rischiano di verificarsi nelle indagini empiriche che hanno ad oggetto l'osservazione congiunta delle variabili di governance con alcune variabili finanziarie proprie d'impresa.

I risultati suggeriscono che le caratteristiche del *board* d'impresa sembrano abili a influenzare, in entrambe le direzioni, le riserve di liquidità da detenere in cassa. Nello specifico, le imprese con *independent e busy directors* nel Consiglio di Amministrazione tendono a detenere livelli inferiori di liquidità. Una maggiore percentuale di amministratori indipendenti nel Consiglio di Amministrazione contribuisce ad avere migliori politiche aziendali. La ragione principale sta nel fatto che gli amministratori indipendenti avranno meno conflitti di interesse con il management. Di conseguenza, essi possono allineare i loro interessi con quelli degli azionisti e monitorare efficacemente l'operato dell'amministratore delegato, cercando di massimizzare il valore totale dell'impresa, obiettivo prioritario degli azionisti di minoranza. In un contesto istituzionale caratterizzato da una debole tutela dei diritti degli investitori, la loro presenza è in grado di ridurre lo stock di cassa che altrimenti potrebbe essere utilizzato dai manager in maniera del tutto discrezionale per raggiungere obiettivi personali. I consiglieri "occupati", grazie alle competenze, alle reputazione e ai contatti di lavoro di cui dispongono, sono considerati ottimi amministratori per le imprese. Gli studiosi affermano che gli amministratori con altri incarichi in board aziendali sono particolar-

mente apprezzati per le loro capacità di supporto alla gestione e alle straordinarie abilità in termini di monitoraggio, che permettono di supervisionare in maniera proficua il management. Inoltre, essi sono in grado di migliorare il processo decisionale del board e possono aiutare l'azienda ad avere un migliore accesso ai mercati esterni del credito. Queste motivazioni stanno alla base di una riduzione delle risorse di liquidità.

Al contrario, la presenza di consiglieri donne influenza positivamente la detenzione di liquidità. A livello teorico, l'effetto positivo sulle consistenze di cassa, può essere giustificata da motivi precauzionali (disponibilità di denaro per supportare l'impresa in momento di crisi e bisogni imprevisi) e dalla volontà di ridurre i costi di transazione che sorgono dalle operazioni sui mercati esterni del capitale. Infine, diversamente da quanto ipotizzato sembra che la condizione di *CEO duality* e le dimensioni del CdA non influiscano sul *cash holdings*.

Ulteriori analisi, volte ad approfondire il ruolo del board aziendale nelle imprese che sono maggiormente predisposte a comportamenti opportunistici da parte del management (imprese con scarse opportunità di crescita, imprese con elevati e con eccesso di flussi di cassa, piccole imprese), permettono di affermare che una forte struttura di corporate governance può essere uno strumento fondamentale a sostegno degli azionisti al fine di mitigare i costi di agenzia derivanti da una gestione personalistica dell'impresa da parte dei manager. Complessivamente, i risultati empirici mostrano che, in imprese con problemi di agenzia tra agente e principale e potenziali comportamenti opportunistici del management, il Consiglio di Amministrazione sembra in grado di influenzare, in entrambe le direzioni, la determinazione delle riserve di liquidità.

Nei sotto campioni di imprese individuati, le variabili *independent*, *busy* e *female directors* mostrano lo stesso segno trovato nelle analisi riguardanti l'intero campione di imprese. Precisamente, la presenza di consiglieri indipendenti e amministratori con altri incarichi in board aziendali determina una riduzione delle riserve di liquidità. Mentre, la *gender diversity*, data dalla percentuale di donne nel CdA, conduce alla detenzione di maggiori risorse di cassa.

Diversamente dalla prima analisi, anche le restanti variabili di governance oggetto di studio si dimostrano abili ad condizionare il possesso di liquidità. Infatti, nel sotto campione di imprese che hanno basse *growth opportunity*, la variabile *CEO duality* ha un valore positivo, a conferma della tesi che riscontra notevole interesse da parte dei manager per l'approvvigionamento di risorse immediatamente utilizzabili con assoluta discrezionalità, quali sono le scorte di denaro contante, anche quando ci sono pochi progetti a VAN positivo in cui investire.

Per quanto riguarda le piccole imprese, i risultati mostrano che un aumento delle dimensioni del Consiglio di Amministrazione determina una riduzione della liquidità, riducendo le riserve di cassa che, se presenti in quantità notevole, potrebbero essere impiegate in maniera indiscreta dal *CEO*. I risultati confermano la prospettiva che board più numerosi, nelle imprese in cui i manager possono utilizzare comportamenti opportunistici volti a erodere valore per gli azionisti, sono più efficienti nel processo di monitoraggio del management.

Questi risultati permettono di trarre interessanti considerazioni sia agli azionisti di controllo che ai piccoli investitori. I primi, particolarmente interessati a formare un organo di governo che non sia avverso alle loro intenzioni, potranno tenere conto, rispettando i vincoli previsti dalla legislazione in tema di composizione del Consiglio di Amministrazione, delle conclusioni in tema di politiche monetarie che possono scaturire dalle diverse configurazioni del *board*. I secondi, invece, per individuare le imprese in cui investire, potranno tenere conto dell'effetto simultaneo di varie caratteristiche del *board* aziendale che contribuiscono a garantire una forte governance d'impresa, abile a salvaguardare sia gli interessi degli azionisti di minoranza che quelli degli azionisti di riferimento.

Nonostante l'utilizzo di un campione di imprese appartenenti ad un solo Paese possa essere visto come un limite in termini di rilevanza e generalizzazione dei risultati a livello globale, si ritiene che le caratteristiche del contesto istituzionale italiano, quali l'elevata concentrazione proprietaria, in particolar modo quella familiare, la presenza di mercati finanziari non particolarmente sviluppati in confronto con quelli dei Paesi anglo-sassoni e statunitensi, la debole protezione degli investitori, con particolare riguardo ai diritti degli azionisti di minoranza, l'esistenza di un sistema banco-centrico quale fonte primaria di credito esterno, creino le condizioni ideali per analizzare la relazione fra la struttura del Consiglio di Amministrazione dell'impresa e le disponibilità di cassa.

Nel complesso, lo studio fornisce ulteriori elementi di prova per quanto riguarda l'importanza del ruolo del Consiglio di Amministrazione in un contesto di imprese a proprietà concentrata nelle mani di pochi soggetti, dove l'analisi dei problemi di agenzia appare una chiave di lettura interessante per spiegare la politica di gestione della liquidità di un'impresa. Le conclusioni cui si giunge, che mostrano come un *board* efficace sembra essere in grado di ridurre le opportunità per gli azionisti di controllo e/o per il management di convertire risorse di cassa in benefici privati, sono coerenti con le linee guida da seguire per avere una buona governance d'impresa.

Future ricerche dovrebbero esaminare la capacità del *board* nel determinare le disponibilità di cassa nelle imprese familiari, cercando di approfondire il ruolo che può avere un eventuale coinvolgimento familiare nella gestione dell'impresa. Da un lato, la presenza nel top management di un soggetto appartenente alla famiglia che detiene la maggioranza delle quote societaria potrebbe, facendo riferimento ai problemi citati della teoria dell'agenzia, voler detenere maggiori riserve di cassa da poter impiegare in maniera del tutto discrezionale a scapito degli azionisti di minoranza, mentre dall'altro, un manager familiare potrebbe preferire il possesso di ingenti risorse liquide per salvaguardare l'efficienza della gestione e sostenere le prestazioni aziendali. La partecipazione familiare nel board, confermando l'esistenza di benefici quando non vi è la separazione nei ruoli di chi gestisce e chi controlla l'impresa, può aiutare a mantenere un sistema di governance efficiente finalizzato ad un produttivo impiego della liquidità aziendale in modo da sostenere processi virtuosi di creazione di valore.

4. CASH HOLDINGS, CORRUZIONE E PERFORMANCE D'IMPRESA

4.1. Introduzione

La creazione da parte delle imprese di riserve di liquidità (cash stock o cash holdings) ha come obiettivo principale una maggiore flessibilità finanziaria (J.P. Morgan Research 2005). Da un lato, detenere cassa presenta il beneficio di ridurre i costi di transazione potendo disporre di una riserva di liquidità a scopo precauzionale, utile in caso di eventuali ristrettezze monetarie e per poter cogliere senza problemi opportunità di crescita. Dall'altro, però, le riserve di liquidità possono indurre comportamenti opportunistici del management e, di conseguenza, conflitti all'interno delle imprese.

Le ricerche sinora pubblicate hanno evidenziato, nella maggior parte dei casi, una relazione positiva fra liquidità e performance; tale evidenza è stata riscontrata anche nel contesto italiano (La Rocca *et al.*, 2012). Tale relazione appare dipendere da particolari caratteristiche delle imprese o da peculiarità proprie del contesto istituzionale in cui le stesse operano (Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes, 2003; Pinkowitz, Stulz e Williamson, 2006)¹. Il presente lavoro intende evidenziare il ruolo di moderazione di uno dei molteplici fattori di contesto istituzionale in grado di condizionare la relazione fra liquidità e performance. In particolare, l'utilizzo degli stock di liquidità, in taluni contesti, può essere indirizzato in maniera distorta verso attività illecite, quali, semplificando, premi, donazioni e retribuzioni per importi fuori mercato e/o non dovuti *ex-lege* elargiti a particolari soggetti economici, spesso pubblici, per favorire attività aziendali o per benefici personali. In generale, quindi,

¹ Numerosi studi evidenziano che la relazione tra disponibilità di cassa e valore da essa generato può essere influenzato da fattori istituzionali quali la facilità di accesso al mercato dei capitali (Faulkender e Wang, 2006), i tassi di interesse e la crescita del PIL (García-Teruel e Martínez Solano, 2008), i vincoli finanziari (Han e Qiu, 2007), lo sviluppo del sistema e dei mercati finanziari (Khurana, Martin e Pereira, 2006).

alcuni manager potrebbero essere tentati di detenere liquidità per agevolare, attraverso il versamento di tangenti, la realizzazione di operazioni aziendali connesse, per esempio, a concessioni o autorizzazioni pubbliche, generando benefici per la singola impresa, ma provocando inefficienza e perdita di competitività a livello di sistema.

Il livello di corruzione caratteristico del contesto d'analisi potrebbe essere in grado di influenzare le modalità con cui benefici e costi del cash holdings si combinano, modificando il segno (la direzione) e l'intensità della relazione fra liquidità e valore (performance) aziendale.

In questo contributo, che mira a replicare nel contesto italiano lo studio di Chen (2011), si è inteso verificare empiricamente quanto e in che misura l'effetto del cash holdings sulle performance possa essere contingente e dipendente dal livello di corruzione presente nel contesto istituzionale, che, interagendo con la disponibilità di cash aziendale, potrebbe valorizzarne i benefici piuttosto che amplificarne gli svantaggi, acuendo così problemi di opportunismo e inefficienze di sistema.

4.2. Corruzione e performance d'impresa

Lo studio degli effetti dei comportamenti corruttivi sul valore e le performance dell'impresa offre risultati controversi e l'intensità del dibattito da questi scaturito consente di apprezzare la centralità scientifica del tema specifico. Da una parte, un filone di pensiero (Leff, 1964; Huntington, 1968) evidenzia l'esistenza di una "corruzione efficiente e positiva", in grado di favorire l'elusione di complesse regolamentazioni burocratiche che frenano la crescita delle attività imprenditoriali. Secondo tale visione, la corruzione aiuta il business e, in tal modo aumenta, il valore e le performance dell'impresa. I benefici economici deriverebbero dal risparmio di tempo (Lui, 1985) derivante dalla semplificazione dei procedimenti autorizzativi; naturalmente il vantaggio sarebbe legato al costo opportunità del tempo risparmiato, naturalmente variabile da caso a caso. Altri contributi (Egger e Winner, 2005) evidenziano come la corruzione politica stimoli gli investimenti esteri, soprattutto quelli di lungo periodo. Le grandi imprese, quando i ricavi eccedono i costi derivanti dal progetto e quelli di natura "accessoria" scaturenti dalla richiesta del "favore" alle istituzioni, sono disposte ad accettare il pagamento di tangenti per godere di facilitazioni burocratiche che permettono la creazione di attività economiche in altre nazioni (Lui, 1985) e il finanziamento di progetti pubblici (Tanzi e Davoodi, 2000).

Un diverso filone di letteratura sostiene che la corruzione determina inefficienze per le imprese, ostacolando lo sviluppo (Myrdal, 1968; Murphy *et al.*, 1993): la tangente non è in questo caso vista come un prezzo da pagare per accelerare le pratiche burocratiche, ma rappresenta un costo per evitare boicottaggi da parte di funzionari inefficienti². Con riferimento agli Stati Uniti, studi recenti (Brown *et al.*, 2013) hanno evidenziato che la correlazione tra corruzione politica e le performance dell'impresa è negativa e che tale relazione è attenuata dalla dimensione dell'impresa, dalla sua anzianità e dalla presenza in mercati competitivi. La corruzione colpisce negativamente anche le imprese che non sono direttamente interessate da fenomeni corruttivi, subendone però le conseguenze derivanti dal fatto che quando un'impresa inefficiente riesce a sopravvivere accaparrandosi risorse e opportunità ricorrendo alla corruzione, crea condizioni competitive asimmetriche sottraendo le stesse risorse e opportunità ad altre imprese che in un contesto sano le avrebbero acquisite in virtù di maggiori efficienza e/o efficacia (Buchanan e Tullock, 1962; Rose-Ackerman, 1975).

4.3. Corruzione, cash holdings e performance d'impresa

Uno dei più recenti filoni di ricerca aventi per oggetto la relazione fra cash holdings e performance aziendali si concentra sul ruolo svolto dal contesto istituzionale in cui operano le imprese. Il contesto modera la relazione attraverso alcune specifiche caratteristiche quali l'accesso al mercato dei capitali (Faulkender e Wang, 2006; Frésard, 2010), il costo del capitale di debito e la crescita del PIL (García-Teruel e Martínez Solano, 2008), lo sviluppo del sistema finanziario (Kalcheva e Lins, 2007; Dittmar e Mahrt-Smith, 2007). Sul ruolo di moderazione sulla relazione fra cash holdings e performance svolto da fattori istituzionali è possibile rinvenire ben poche evidenze empiriche inerenti il ruolo della corruzione.

Secondo quanto osservato recentemente da Chen (2011), in contesti poco sviluppati dal punto di vista finanziario, con bassa protezione degli investitori e con elevati livelli di corruzione, la detenzione di liquidità da parte degli amministratori determina una riduzione delle performance dell'impresa, determinando inefficienze aziendali. L'autore ritiene che il management, molto presumibilmente, deterrà denaro liquido, facilmente utilizzabile per appro-

² Mauro (1995), in uno studio di 67 paesi analizza la relazione fra la corruzione e gli investimenti privati e i tassi di crescita, mostra risultati fortemente negativi a sostegno delle tesi che considerano la corruzione elemento frenante della crescita e determinante di inefficienze per tutto il sistema economico.

priarsi di benefici privati, in modo da perseguire opportunisticamente i propri interessi. Inoltre, per le imprese che agiscono nel rispetto della legalità, ma che operano in paesi in cui la probabilità di imbattersi in attività di corruzione è elevata, le performance aziendali sembrano essere condizionate negativamente dal sistema³.

In contesti contraddistinti da debole protezione degli investitori ed elevata corruzione, la disponibilità di elevata liquidità è in grado di determinare performance d'impresa inferiori rispetto a realtà in cui la qualità delle istituzioni è migliore (Kalcheva e Lins, 2007; Pinkowitz, Stulz e Williamson, 2006). Ciò sembrerebbe derivare, tra l'altro, da rilevanti problemi di agenzia, in quanto il management potrebbe detenere ingenti riserve di cassa da utilizzare in attività di corruzione o per perseguire i propri interessi, invece di massimizzare la ricchezza degli azionisti. Al contrario, in contesti che presentano un maggior controllo della corruzione, il cash holdings origina un miglioramento delle performance grazie a maggiori tutele circa l'allineamento di interessi fra management e investitori, senza effetti distorsivi derivanti da accantonamenti a "fondi neri".

Da quanto esposto, appare evidente che le performance dell'impresa possono essere penalizzate, o alterate, quando si opera in contesti istituzionali deboli a elevata corruzione, poiché in grado di determinare inefficienze economico-aziendali.

4.4. Contesto di analisi e campione

L'analisi empirica condotta riguarda il contesto italiano, in cui i problemi di corruzione appaiono ormai da molti anni particolarmente rilevanti⁴. Nelle classifiche della Banca Mondiale, l'indice utilizzato per misurare il livello di corruzione nel sistema paese per l'Italia era pari a 82 nel 2000 e in discesa fino a 59 nel 2009, sempre più distante dal valore 100 che qualifica i contesti privi di corruzione e posizionandosi in classifica vicino a paesi come Ghana

³ Ulteriormente, Caprio, Faccio e McConnell (2013) mostrano che il management delle imprese che agiscono in contesti corrotti, spesso decide di investire in asset durevoli elargendo lautissimi dividendi agli azionisti, in modo da ridurre al minimo, come anche osservato da Stulz (2005), la probabilità che lo Stato possa espropriare valore.

⁴ "L'assenza di corruzione avrebbe garantito all'Italia tra il 1970 e il 2000 una crescita economica due volte superiore." evidenzia la presentazione dell'allora primo ministro Mario Monti al "Rapporto sulla corruzione nella pubblica amministrazione" realizzato dalla Commissione per lo studio e l'elaborazione di proposte in tema di trasparenza e prevenzione della corruzione nella pubblica amministrazione istituita il 23 dicembre 2011 dal ministro per la Funzione pubblica Griffi.

e Macedonia. Il contesto italiano si caratterizza ormai da tempo per un eccesso di regole e di burocrazia che, di fatto, ostacola lo sviluppo e l'agire economico, creando tra l'altro condizioni di scarsa trasparenza nelle procedure e delle istituzioni, anche a causa di un sistema giuridico particolarmente complesso; in tale situazione, le riserve di cassa delle imprese possono più facilmente essere dirottate verso utilizzi opachi o essere coinvolte in operazioni di aggiramento delle regole per mantenere situazioni privilegiate nel mercato (Fiorino e Galli, 2013). Quando vi è una lenta applicazione della legge e la corruzione è a livelli molto elevati, ingenti riserve di liquidità consentono ai manager di evitare la "disciplina" del mercato dei capitali e di perseguire i propri interessi personali a scapito degli azionisti (Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes, 2003). In questi contesti, dove la protezione degli azionisti è debole, i costi di agenzia derivanti dalle consistenze di cassa sono elevati e nei fatti riducono il valore dell'impresa.

Il campione di dati utilizzati è stato estratto dalla banca dati Mediobanca – Ricerche & Studi ed è riferito a imprese italiane quotate e non, monitorate per il periodo 1995-2011. Nel processo di selezione del campione sono state eliminate le imprese appartenenti al settore finanziario e assicurativo. La numerosità del campione è quindi pari a 140 imprese e 2056 osservazioni.

4.5. Modello empirico

Per verificare il ruolo di fattori di moderazione sul segno e l'intensità della relazione fra cash holdings e performance è stato utilizzato il modello empirico:

$$\text{Performance} = f(\text{Cash holdings, Variabile di Moderazione, Cash holdings} \times \text{Indice di Corruzione, Variabili di Controllo})$$

Quale misura delle performance di impresa, variabile dipendente oggetto dello studio, è stato utilizzato il ROA, dato dal rapporto fra risultato operativo e attivo totale, avendo cura di verificare la costanza dei risultanti anche utilizzando un ROA industry-adjusted. Le variabili utilizzate sono riportate dettagliatamente nell'appendice 4.

La variabile indipendente chiave è Cash holdings, misurata come le disponibilità di cassa ed equivalenti sul totale dell'attivo. Lo studio, dopo aver testato diverse specificazioni econometriche, ha incluso anche variabili di controllo (*leverage, tangibility, size, growth opportunities, ownership, listing, diversification*), considerate rilevanti in letteratura quali determinanti del valore

d'impresa. La variabile *growth opportunities* tiene conto delle opportunità di crescita dell'impresa ed è misurata attraverso il tasso di crescita delle vendite *industry-adjusted*, in modo da tenere sotto controllo specificità settoriali. Fra le altre variabili di controllo sono state inserite delle variabili *dummy* per tener conto del ruolo delle imprese con diversificazione geografica e di prodotto, delle imprese a controllo familiare e di quelle quotate in borsa.

In merito all'effetto di moderazione della corruzione sulla relazione fra cash holdings e performance, sono stati considerati due indici, il *Corruption Perceptions Index* (CPI) e il *Control of Corruption* (CC). Il primo è un indice che stima la percezione della corruzione nel settore pubblico e nella politica in numerosi Paesi nel mondo, attribuendo a ogni contesto un valore variabile tra 0 (massima corruzione) e 10 (assenza di corruzione). Si tratta di un indice composito, ottenuto sulla base di varie interviste/ricerche somministrate a esperti del mondo degli affari e a prestigiose istituzioni. La metodologia di determinazione è modificata ogni anno al fine di riuscire a intercettare una visione sempre più attendibile delle realtà locali. La valorizzazione delle variabili utili per la sua determinazione è affidata da Transparency International a Università e Centri Studi di tutto il mondo. Il secondo indice, invece, basato su dati World Bank, quantifica la percezione dell'utilizzo del potere pubblico per benefici privati e varia da -2,5 a 2,5 (Kaufmann, Kraay e Mastruzzi, 2011). Valori più elevati indicano una minore percezione o un maggiore controllo della corruzione. Per verificare se la relazione fra cash holdings e valore è moderata dalla presenza di corruzione nel sistema viene considerata, per entrambi gli indici, una variabile d'interazione fra il cash holdings e le due misure di *corruption*.

4.6. Evidenza empirica sulla relazione fra cash holdings, corruzione e performance

L'analisi descrittiva delle variabili utilizzate permette di comprenderne caratteristiche e attributi principali, fornendo un supporto fondamentale per l'interpretazione delle relazioni risultanti attraverso l'uso di regressioni. La tabella 1 riporta media, deviazione standard e correlazioni delle grandezze oggetto di studio.

Tab. 1 – Statistiche descrittive e correlazioni

Variabili	Mean	St. Dv	1	2	3	4	5
ROA	0,07	0,08	1,00				
Cash holdings	0,08	0,11	0.16*	1,00			
Corruption Perception Index	2,60	2,34	0.12*	0.05*	1,00		
Control of Corruption	0,23	0,25	0.09*	-0,01	0.85*	1,00	
Unrelated Diversification	0,19	0,35	-0.04*	0,01	0,00	0,01	1,00
International diversification	0,23	0,17	0,03	0.10*	0.29*	0.19*	0.11*
Listing	0,40	0,49	-0,02	0.06*	0.05*	-0.06*	0.06*
Ownership Concentration	0,65	0,26	-0,03	-0.08*	-0,02	0,02	-0.04*
Size	20,41	1,46	0,01	-0,03	0.48*	0.32*	0.19*
Growth opportunities	0,09	0,02	-0,01	-0.05*	0.06*	0,02	0.11*
Tangibility	0,37	0,17	-0.08*	-0.18*	0.20*	0.09*	0.07*
Leverage	0,44	0,23	-0.27*	-0.13*	-0.06*	-0.06*	0.09*

Variabili	6	7	8	9	10	11	12
ROA							
Cash holdings							
Corruption Perception Index							
Control of Corruption							
Unrelated Diversification							
International diversification	1,00						
Listing	0.21*	1,00					
Ownership Concentration	-0.16*	-0.49*	1,00				
Size	0.41*	0.21*	-0.10*	1,00			
Growth opportunities	0.10*	0.06*	-0,03	0.24*	1,00		
Tangibility	0.11*	0.26*	-0.15*	0.33*	-0,01	1,00	
Leverage	-0.05*	-0,01	0,01	0.12*	0.13*	0,02	1,00

Nota: (*) indica la significatività statistica di ciascun coefficiente a un livello dell'1%.

La percentuale di liquidità detenuta nelle imprese italiane si attesta in media all'8%. Questo dato è coerente con le informazioni rinvenibili in studi che hanno per oggetto un campione simile a quello dell'analisi qui descritta. Per quanto riguarda gli indici di corruzione, entrambi si attestano su valori indicativi di un contesto in cui il livello di corruzione è sostanzialmente elevato. In particolare, la media del *Corruption Perception Index* è pari a 2,60. Invece, la variabile *Control of Corruption* evidenzia un valore di 0,23. Il test VIF (*variance inflactor factor*) certifica l'inesistenza di problemi di correlazioni e multicollinearità fra variabili.

La tabella 2, colonne (1) e (2), riporta i risultati dell'analisi di regressione, realizzata applicando un *robust fixed effect panel model*, senza l'utilizzo dei moderatori, in modo da apprezzare il segno e l'intensità del legame fra cash holdings e performance d'impresa. Le colonne (3) e (4) mostrano il riscontro empirico e la relativa significatività statistica con riferimento alla relazione fra cash holdings e performance condizionata dalla variabile interveniente inerente la corruzione.

I risultati esposti nelle prime due colonne della tabella 2, ottenuti attraverso lo stimatore *fixed effect*, in linea con le aspettative, rivelano un effetto positivo del *cash holdings* sulle *performance* d'impresa. Allo stesso tempo, l'incidenza di ambedue le variabili rappresentative della corruzione è positiva e statisticamente significativa. I coefficienti mostrano che all'aumentare dell'indice CPI, ossia quando il livello di corruzione percepita si riduce, così come all'aumentare dell'indice *Control of Corruption*, ossia in presenza di un maggiore controllo della corruzione e quindi di una minore incidenza della stessa, le *performance* aziendali tendono a migliorare. Pertanto, le imprese che operano in contesti caratterizzati da minore corruzione, o maggior controllo della stessa, si trovano in posizione più favorevole rispetto a quelle che agiscono in ambienti alterati da comportamenti opachi o fraudolenti.

L'introduzione nel modello di una variabile di interazione fra cash holdings e corruzione, attraverso due *proxy* del grado di corruzione nel sistema, permette di misurare l'effetto parziale delle riserve di cassa sul ROA.

Le colonne (3) e (4) della tabella 2 mostrano l'importanza di tale fattore istituzionale nell'influenzare l'effetto del cash holdings sulle *performance*. In entrambi i casi le due variabili di interazione mostrano un segno negativo e statisticamente significativo. Le figure 1 e 2 evidenziano ancor meglio il risultato di tale interazione. L'effetto positivo del *cash holdings* sulle *performance* aziendali viene completamente annullato fino a determinare un effetto negativo sul valore. Le due rette tratteggia identificano un legame negativo fra cash stock e ROA per bassi livelli di CPI (figura 1) e bassi livelli di Control of Corruption (figura 2), ossia per elevati livelli di corruzione.

Tab. 2 – Effetto del cash holdings e della corruzione sulle performance di impresa

VARIABILI	(1) Corruption Perception Index	(2) Control of Corruption	(3) Corruption Perception Index	(4) Control of Corruption
Cash holdings	0.032*** (0.012)	0.032*** (0.007)	0.056*** (0.000)	0.046*** (0.001)
Corruption Perception Index	0.001** (0.001)		0.002*** (0.002)	
Control of Corruption		0.012** (0.032)		0.018*** (0.003)
Cash holdings*CPI			-0.016*** (0.001)	
Cash holdings*CC				-0.105** (0.027)
Unrelated Diversification	0.015* (0.009)	0.015* (0.088)	0.016* (0.069)	0.015* (0.082)
International diversification	0.010 (0.012)	0.011 (0.340)	0.012 (0.310)	0.013 (0.287)
Listing	-0.007 (0.006)	-0.006 (0.264)	-0.006 (0.291)	-0.006 (0.262)
Ownership concentration	-0.008 (0.006)	-0.008 (0.192)	-0.008 (0.197)	-0.008 (0.187)
Size	-0.017*** (0.003)	-0.016*** (0.000)	-0.016*** (0.000)	-0.016*** (0.000)
Growth opportunity	0.811*** (0.193)	0.807*** (0.000)	0.824*** (0.000)	0.812*** (0.000)
Tangibility	-0.047*** (0.012)	-0.046*** (0.000)	-0.051*** (0.000)	-0.049*** (0.000)
Leverage	-0.068*** (0.007)	-0.068*** (0.000)	-0.067*** (0.000)	-0.068*** (0.000)
Crisis	-0.020*** (0.004)	-0.017*** (0.000)	-0.020*** (0.000)	-0.018*** (0.000)
Constant	0.397*** (0.054)	0.392*** (0.000)	0.375*** (0.000)	0.383*** (0.000)
Observations	2,488	2,488	2,488	2,488
R ²	0.122	0.123	0.127	0.124
Firm ID	252	252	252	252
Industry Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes

Nota: la tabella riporta i risultati di regressioni FE, in cui la variabile dipendente è una proxy della performance aziendale (ROA). Tra le variabili esplicative di interesse vi sono i valori del cash holdings e le proxy di corruzione come variabili di interazione. Le dummy relative al settore di appartenenza sono incluse nel modello, ma i coefficienti non sono riportati. Fra parentesi sono riportati gli standard error robust. (*), (**) e (***) indicano la significatività statistica di ciascun coefficiente a un livello del 10%, del 5% e dell'1%, rispettivamente.

Fig. 1 – Effetto del cash stock sul ROA condizionato dal livello di CPI

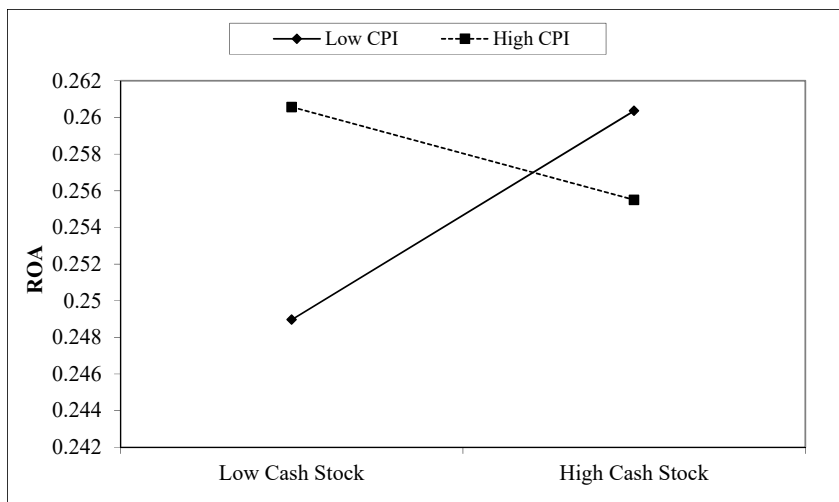
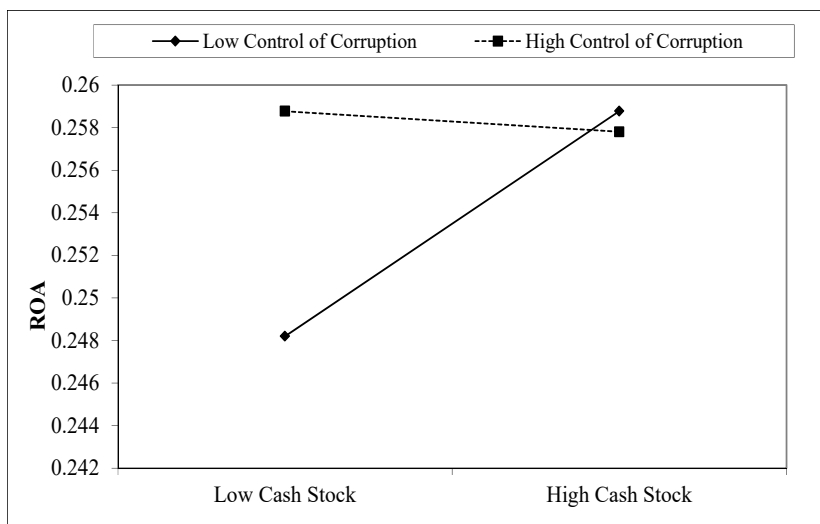


Fig. 2 – Effetto del cash stock sul ROA condizionato dal livello di Control of Corruption



In presenza di contesti istituzionali in cui la corruzione è elevata ed è fuori controllo, è altamente probabile che il management utilizzi le disponibilità di cassa per “dazioni” di carattere politico o per tangenti finalizzate a ridurre lungaggini burocratiche spesso artificiali o per l’ottenimento di favori nell’ambito del proprio business, i cui benefici netti (effettivi) per le *performance* aziendali appaiono dubbi.

4.7. Conclusioni

L'analisi empirica, condotta su un campione di 252 imprese italiane, con riferimento agli anni 1995-2011, ha evidenziato ancora una volta una relazione positiva tra *cash holdings* e performance d'impresa, in linea con analisi simili già disponibili in letteratura (La Rocca *et al.*, 2012). Le riserve di liquidità sembrano pertanto essere in grado di accrescere *performance* e valore dell'impresa. Tuttavia, il segno della relazione risente in maniera evidente delle condizioni di contesto riferite, nello specifico della presente analisi, al livello di corruzione.

La corruzione è fenomeno economico davvero complesso da studiare a causa delle difficoltà di misurazione dovute al naturale riserbo che la accompagna fino a che non viene scoperta e denunciata, alla rintracciabilità parziale o nulla delle transazioni finanziarie connesse e per le tante sfaccettature del fenomeno. In generale, è possibile ricordare che l'impatto di un contesto ad alta intensità di corruzione sulla competitività delle imprese che vi operano si sostanzia in perdita di PIL e quindi di ricchezza locale disponibile, minore reputazione di contesto in termini di attrattività per investitori stranieri, falsata competizione per l'acquisizione di risorse e opportunità, rischi per l'occupazione, ulteriore appesantimento della macchina burocratica autorizzativa in funzione delle misure anticorruzione da implementare e rispettare, oltre a tutte le ricadute di carattere sociale e culturale che direttamente o indirettamente inquinano il normale agire economico. Si tratta di un fenomeno che aumenta l'incertezza, e quindi la rischiosità, degli affari perché mette in discussione l'esistenza di un sistema legislativo e giudiziario sicuro e giusto. Come ulteriormente affermato da Ignazio Visco⁵, attuale Governatore della Banca d'Italia, "condotte illegali quali la corruzione [...] non solo indeboliscono la coesione sociale, ma hanno anche effetti deleteri sull'allocazione delle risorse finanziarie e umane e sull'efficacia delle riforme in atto", riducendo in altri termini le potenzialità di crescita dell'economia e danneggiando il contesto in cui si svolge l'attività d'impresa.

Dallo studio emerge il duplice ruolo che il *cash holdings* può svolgere nelle imprese. Da un lato, la liquidità permette il superamento di vincoli finanziari, che spesso impediscono di cogliere *growth opportunities*, e nel contempo consente di evitare i costi eccessivi del mercato esterno dei capitali. Dall'altro l'esistenza di riserve di cassa aumenta il rischio di selezione avversa per le imprese, in cui l'operato del management non è adeguatamente monitorato. In particolar modo, nelle imprese che operano in contesti gravati da corruzione, la liquidità

⁵ Fondazione CIRGIS - convegno "Contrasto all'economia criminale: preconditione per la crescita economica", Milano, 7 novembre 2014.

potrebbe essere impiegata per pagare tangenti finalizzate alla gestione di progetti di investimento, determinando apparenti vantaggi nel breve periodo, ma scaturendo in sostanziali riduzioni delle performance di lungo termine. Per scoraggiare comportamenti fraudolenti da parte del management o dei proprietari delle imprese appare fondamentale sia il ruolo delle leggi e una attenta attività di verifica e monitoraggio dei processi nelle pubbliche amministrazioni, sia l'applicazione congiunta di più strumenti di corporate governance in grado di controllare e monitorare efficacemente l'operato dei manager per salvaguardare nello stesso tempo i processi competitivi e di creazione di valore. Proprio nella direzione di prevenire condotte manageriali caratterizzate da *adverse selection e moral hazard*, e, più in generale, con l'intento di promuovere comportamenti etici negli affari e una diffusa *Corporate Social Responsibility* possono inquadrarsi, su derivazione dei *Corporate Compliance Programs* statunitensi, l'introduzione dei Modelli di organizzazione, gestione e controllo, ai sensi del d.lgs. n. 231/2001⁶ e dei Codici Etici⁷ aziendali.

⁶ Il decreto legislativo 8 giugno 2001 n. 231, in attuazione della delega conferita al Governo con l'art. 11 della legge 29 settembre 2000 n. 300, ha introdotto nell'ordinamento giuridico italiano la disciplina della responsabilità degli enti per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato, che si affianca alla responsabilità penale della persona fisica che ha commesso il reato stesso. Tale disposizione prevede in sostanza l'attribuzione di alcuni tipi di reati non più solo alle persone fisiche che hanno commesso l'illecito, ma anche alle persone giuridiche, quali le Spa, Srl, Sapa, Snc, Sas, associazioni, cooperative, fondazioni, enti economici sia privati che pubblici e più in generale tutte le imprese organizzate in forma societaria, per cui lavorano. I principali reati previsti da tale decreto sono quelli verso le Pubbliche Amministrazioni (quali truffa, concussione, corruzione, indebita percezione di erogazioni pubbliche, ecc.) e la maggior parte dei reati societari (falso in bilancio, false comunicazioni sociali, aggrottaggio, ecc.). Secondo tale disciplina le società ritenute responsabili possono essere sanzionate patrimonialmente. La responsabilità della società viene esclusa se essa fornisce la prova di aver efficacemente adottato, prima della commissione del fatto, modelli di organizzazione e gestione idonei a prevenire reati della specie di quello verificatosi, di vigilare sull'osservanza di tali modelli e che il reato è stato attuato da un soggetto che abbia eluso fraudolentemente i modelli di organizzazione e controllo (art. 6 del D.Lgs. 231/01). Ai sensi del d. lgs. 231/2001, per dispiegare la propria funzione esimente, il Modello di organizzazione, gestione e controllo deve essere efficacemente attuato. A tal fine è necessario che sia istituito un apposito Organismo di Vigilanza, incaricato di vigilare in maniera indipendente sul corretto funzionamento e sull'osservanza del Modello. La composizione dell'Organismo deve essere valutata attentamente a seconda della realtà aziendale e dei rischi individuati, nel rispetto dell'autonomia e dell'indipendenza dello stesso, al fine di consentire a tale organo di svolgere efficacemente i propri compiti. La normativa riconosce inoltre, in capo a tale organismo, il compito di individuare eventuali aggiornamenti del Modello, anche in funzione delle segnalazioni e indicazioni ricevute da tutti i destinatari del Modello.

⁷ Per Codice Etico s'intende il documento ufficiale dell'ente che riassume i principi etici di comportamento negli affari; esso riassume l'insieme dei diritti, doveri e responsabilità dell'ente nei confronti degli stakeholders (dipendenti, fornitori, clienti, Pubblica Amministrazione, azionisti, mercato finanziario, ecc.). Tale Codice mira a raccomandare, promuovere o vietare determinati comportamenti e può contenere un apparato sanzionatorio disciplinare,

La necessità di realizzare meccanismi di controllo e prevenzione è amplificata dalla considerazione che le ricadute negative dei comportamenti fraudolenti ricadono sull'intero sistema sia in termini micro e macro-economici, sia in termini di performance delle imprese nel loro complesso. Come evidenziato dal Censis, la cattiva reputazione dell'Italia per la corruzione diffusa e le lungaggini burocratiche ha determinato, nel periodo 2007-2013, un crollo del 58% degli investimenti da parte di capitali stranieri. E anche le imprese che almeno in teoria sembrerebbero beneficiare delle ricadute degli atti illeciti commessi dalla proprietà o dal management acquisendo vantaggi competitivi indebiti, nel medio lungo periodo vedono ridursi di molto le probabilità di sopravvivenza⁸.

I risultati che emergono dallo studio rivelano, in linea con le conclusioni della *cross-country* analisi di Chen (2011), non solo che il valore delle imprese si riduce al crescere nel livello di corruzione, ma ulteriormente mostrano come l'effetto positivo sul valore derivante dalla detenzione di liquidità, nelle imprese che operano in contesti caratterizzati da una forte presenza di corruzione, si annulla totalmente determinando l'effetto opposto, ossia la riduzione delle *performance*.

Le scelte connesse alla *Corporate Governance* aziendale giocano un ruolo non secondario nella direzione di limitare i rischi di cattivo utilizzo della liquidità, ma possono generare ulteriori criticità. Infatti, nelle aziende caratterizzate da una elevata concentrazione proprietaria tendono a ridursi i rischi di comportamenti scorretti da parte dei manager, ma la presenza di

parametrato alla gravità delle eventuali infrazioni commesse, nonché gli obblighi e le responsabilità di Amministratori, manager e altri dipendenti. Il Codice costituisce uno strumento basilare per controllare e prevenire violazioni di leggi e di norme applicabili alla attività dell'impresa. Costituendo una "carta dei principi e dei valori" di comportamento, il Codice etico non può disciplinare in dettaglio e in modo operativo ogni aspetto della vita aziendale; esso costituisce di fatto una parte integrante del Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo ai sensi del D. Lgs. n°231/2001. Il Codice si applica agli Amministratori, ai General Manager, ai manager, ai dipendenti e ad altri Soggetti o Società che agiscono in nome e per conto dell'impresa che lo ha adottato e la sua osservanza deve considerarsi parte essenziale degli obblighi contrattuali degli Amministratori, manager, dipendenti e collaboratori. L'obiettivo dovrebbe essere quello di far diventare il Codice Etico uno standard di eccellenza per la condotta negli affari da parte di quei soggetti con i quali sono mantenuti rapporti di affari su base duratura, quali consulenti, esperti, agenti, concessionari, fornitori e clienti per far sì che tutti i rapporti di affari possano essere improntati ai più elevati standard di trasparenza, integrità e lealtà e siano intrattenuti senza alcun conflitto tra interessi aziendali e personali. Per i suoi contenuti e per le sue finalità, il Codice Etico dovrebbe preesistere al Modello Organizzativo, collocandosi, rispetto ad esso, a un livello più alto dettandone le linee guida per l'elaborazione.

⁸ La società petrolifera Petrobras a seguito dello scandalo per corruzione in cui è stata di recente coinvolta, ha registrato un calo annuo delle performance pari al 38%.

grandi azionisti può significare una espropriazione di valore nei confronti degli azionisti di minoranza. In tale direzione, anche le caratteristiche del board dell'impresa possono incidere sulle performance delle imprese che operano in settori particolarmente sensibili a corruzione, peggiorandole, nel caso di consigli di amministrazione molto numerosi, o migliorandole nel caso di presenza di consiglieri indipendenti (Donadelli, Fasan e Magnanelli, 2014). Infatti, un board aziendale più numeroso può generare importanti problemi di agenzia (Yermack, 1996; Kusnadi, 2003) in cui la detenzione di cospicue riserve di cassa potrebbe essere difficilmente controllabile, determinando un uso inopportuno. Contrariamente, un consiglio di amministrazione con un numero significativo di amministratori indipendenti si dimostra essere particolarmente propenso nel monitorare il management e controllare l'impiego delle disponibilità liquide, salvaguardando in tal modo anche gli interessi degli azionisti di minoranza (Brickley e James, 1987; Hermalin e Weisbach, 1988). Pertanto, considerata la maggiore propensione delle imprese che detengono ingenti disponibilità liquide a impiegare in maniera impropria e scorretta tali risorse, è auspicabile porre in essere una intensa attività di controllo delle operazioni manageriali, al fine di scongiurare azioni corruttive che avviano le imprese verso un processo di decadimento del valore.

Le evidenze emerse dallo studio vanno interpretate tenendo in considerazione il limite derivante dal contesto istituzionale di riferimento, in cui i valori degli indici di corruzione variano solo nel tempo, ma non nello spazio. Il campione di riferimento utilizzato per le analisi, infatti, si compone esclusivamente di imprese italiane, per cui i risultati non consentono uno specifico confronto con quelli di altri studi, che si basano prevalentemente su analisi *cross-country*. Per risolvere tali problematiche, ricerche future potrebbero essere svolte considerando imprese di vari Paesi nel mondo, includendo sia contesti con elevata densità di corruzione, sia contesti dove le attività illecite legate alla corruzione sono meno incisive. Inoltre, anche con riferimento al solo contesto nazionale, sarà interessante poter analizzare la situazione nelle varie aree del Paese, spesso non omogenee rispetto al fenomeno studiato.

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha avuto come obiettivo l'analisi del fenomeno relativo al cash holdings, ossia l'investimento che le imprese effettuano decidendo di detenere considerevoli risorse, sotto forma di liquidità, al loro interno.

A causa del considerevole aumento di cash stock registrato negli ultimi anni negli Stati Uniti così come in Europa, il cash holdings è stato oggetto di un acceso dibattito nella *financial community*, suscitando notevole attenzione da parte di media e riviste specializzate. Lo studio si inserisce in tale filone di ricerca, cercando di contribuire in modo significativo alla comprensione di un tema di grande attualità: quali sono per un'impresa le implicazioni legate alla disponibilità di risorse liquide.

Mentre in passato possedere un ampio ammontare di cash veniva considerata una scelta manageriale inefficiente e foriera di opportunismo, oggi giorno un numero sempre maggiore di imprese decide di accumulare riserve di liquidità quale strumento a supporto dei processi di crescita e sviluppo aziendale. La scelta di accumulare cash risponde all'obiettivo di garantire maggiori livelli di flessibilità finanziaria in modo da poter cogliere *growth opportunity* senza il rischio di essere soggetti a *financial constraint*.

I numerosi studi volti ad approfondire motivazioni ed effetti della detenzione di liquidità nelle imprese hanno permesso l'elaborazione di vari modelli per la gestione del cash holdings, ciò nonostante appare ancora controverso, dal punto di vista empirico, comprenderne gli effetti sul valore aziendale. I riscontri positivi, in sintonia con la teoria dei costi di transazione e la rilevanza della *financial flexibility*, rilevano un valore positivo derivante dall'accumulo di cash (Kusnadi, 2011; Chen, 2011; Martínez-Sola, García-Teruel e Martínez-Solano, 2013; O'Brien e Folta, 2009). Di natura opposta altre evidenze, concordanti con la teoria dell'agenzia, che sottolineano un impatto negativo del cash holdings sulle performance (Luo e Hachiya, 2005;

Kalcheva e Lins, 2007; Oler e Waagelein, 2011). Una spiegazione dei differenti effetti del cash holdings sul valore d'impresa può essere data da differenze nelle caratteristiche delle imprese oggetto di analisi, così come del diverso contesto istituzionale in cui esse operano.

Nel primo capitolo è stata condotta una analisi empirica su un campione di 253 imprese italiane, con riferimento agli anni 1980-2011, per testare la relazione fra cash holdings e performance d'impresa. Dai risultati si evince che le riserve di liquidità sembrerebbero essere in grado di accrescere il valore dell'impresa. La detenzione della cassa come fonte per avviare progetti di investimento e cogliere *growth opportunity* sul mercato, crea le condizioni ideali affinché si incrementino le performance aziendali, a beneficio di tutti gli azionisti. Ulteriormente, dopo aver chiarito il segno della relazione per quel che riguarda il contesto imprenditoriale italiano, per meglio comprendere e dirimere le controversie presenti in letteratura, sono state introdotte nella regressione alcune variabili di interazione facenti riferimento a caratteristiche *firm-specific*, nonché fattori inerenti il contesto istituzionale, che potrebbero influenzare il segno e il grado della relazione. I risultati mostrano come la relazione fra liquidità e valore sia condizionata da diversi fattori di moderazione, i quali, supportando diverse ipotesi derivanti dalla teoria, determinando il prevalere dell'effetto precauzionale oppure dell'opportunismo manageriale, sono in grado di influenzare il valore della liquidità aziendale.

Il secondo capitolo, invece, ha approfondito il ruolo della liquidità nelle imprese familiari e non familiari italiane quotate in Borsa Italiana. In particolare, ci si è soffermati sui vantaggi e gli svantaggi che possono derivare dalla differente governance aziendale, distinguendo, nel caso delle imprese a controllo familiare, dai casi in cui la leadership societaria viene assunta da soggetti esterni alla famiglia a quelle realtà in cui, al contrario, il management societario è nelle mani degli stessi individui familiari che detengono la maggioranza del controllo azionario. I risultati appaiono chiari nel mostrare come un aumento della liquidità nelle imprese non familiare possa determinare dei comportamenti opportunistici in seno ai manager, che a loro volta potrebbero causare una riduzione del valore complessivo delle imprese. Viceversa, un incremento delle riserve di liquidità nelle imprese ad azionariato familiare coincide con una crescita delle imprese e del loro valore. Tale risultato è particolarmente forte nelle realtà familiari in cui la gestione è affidata a dei soggetti appartenenti alla famiglia.

Nel terzo capitolo è stata esaminata la relazione fra le caratteristiche di corporate governance delle imprese e il *cash holdings*. Considerando un campione di 1.683 osservazioni e 192 imprese italiane quotate, lo studio ha analizzato

l'impatto della struttura del Consiglio di Amministrazione sulle disponibilità di cassa delle imprese italiane quotate per il periodo dal 2003 al 2013.

Il management aziendale potrebbe decidere di impiegare la liquidità in progetti poco redditizi che prevedono benefici personali e tutelano i propri interessi, a scapito del valore complessivo d'impresa (Opler *et al.*, 1999). In queste circostanze, i conflitti di agenzia fra azionisti e manager, derivanti dalla separazione tra proprietà e gestione, hanno un ruolo determinante nell'individuare la quantità ottimale di denaro in cassa (Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes, 2003). Pertanto, le strutture di governo societario, e più precisamente le peculiarità dei membri dei CdA, potrebbero influenzare la decisione di detenere *cash stock* da parte delle imprese, al fine sia di sostenere processi di crescita delle imprese che tutelare i diritti degli azionisti di minoranza, cercando di evitare il possesso di denaro contante per finalità opportunistiche.

I risultati suggeriscono che le caratteristiche del *board* d'impresa sembrano abili a influenzare, in entrambe le direzioni, le riserve di liquidità da detenere in cassa. La presenza di *independent* e *busy directors* nel Consiglio di Amministrazione dell'impresa determina livelli inferiori di liquidità. Al contrario, la presenza di consiglieri donne influenza positivamente la detenzione di liquidità. Infine, con riferimento al campione totale di imprese, diversamente da quanto ipotizzato sembra che la condizione di *CEO duality* e le dimensioni del CdA non influiscano sul *cash holdings*.

Successive analisi empiriche sul ruolo del *board* aziendale nelle imprese che sono potenzialmente predisposte a comportamenti opportunistici da parte del management, permettono di affermare che una forte struttura di corporate governance può essere uno strumento fondamentale a sostegno degli azionisti al fine di mitigare i costi di agenzia derivanti da una gestione personalistica dell'impresa da parte dei manager.

Nei sotto campioni di imprese individuati, le variabili *independent*, *busy* e *female directors* mostrano lo stesso segno trovato nelle analisi riguardanti l'intero campione di imprese. Diversamente dalla prima analisi invece, anche le restanti variabili di governance oggetto di studio si dimostrano abili ad condizionare il possesso di liquidità. Infatti, nel sotto campione di imprese che hanno basse *growth opportunity*, la variabile *CEO duality* ha un valore positivo, a conferma della tesi che riscontra notevole interesse da parte dei manager per l'approvvigionamento di risorse immediatamente utilizzabili con assoluta discrezionalità, quali sono le scorte di denaro contante, anche quando ci sono pochi progetti a VAN positivo in cui investire. Per quanto riguarda le piccole imprese, i risultati mostrano che un aumento delle dimensioni del Consiglio di Amministrazione determina una riduzione della liquidità, riducendo le riserve di cassa che, se presenti in quantità notevole, potrebbero essere impiegate in

maniera indiscreta dal *CEO*. I risultati confermano la prospettiva che board più numerosi, nelle imprese in cui i manager possono utilizzare comportamenti opportunistici volti a erodere valore per gli azionisti, sono più efficienti nel processo di monitoraggio del management.

L'analisi dei risultati permette di giungere a delle interessanti indicazioni che potrebbero essere oggetto di ulteriori approfondimenti, e magari rappresentare il contenuto di future evidenze empiriche.

Future ricerche dovrebbero esaminare il fenomeno del *cash holdings* nelle imprese a controllo familiare, cercando di approfondire l'eventuale coinvolgimento familiare nella gestione dell'impresa e la sua capacità di influenzare le performance aziendali. Allo stesso tempo, sarebbe interessante analizzare il ruolo del *board* nel determinare le disponibilità di cassa nelle imprese familiari che prevedono la presenza di soggetti familiari nel management. Infatti, se da un lato, la presenza nel top management di un soggetto appartenente alla famiglia che detiene la maggioranza delle quote societaria potrebbe, facendo riferimento ai problemi citati della teoria dell'agenzia, voler detenere maggiori riserve di cassa da poter impiegare in maniera del tutto discrezionale a scapito degli azionisti di minoranza, dall'altro, un manager familiare potrebbe preferire il possesso di ingenti risorse liquide per salvaguardare l'efficienza della gestione e sostenere le prestazioni aziendali. La partecipazione familiare nel board, confermando l'esistenza di benefici quando non vi è la separazione nei ruoli di chi gestisce e chi controlla l'impresa, può aiutare a mantenere un sistema di governance efficiente finalizzato ad un produttivo impiego della liquidità aziendale in modo da sostenere processi virtuosi di creazione di valore.

Appendice 1

Variabile	Descrizione
Adj_Roa	Indicatore basato sul rapporto tra il risultato operativo dell'impresa e il capitale investito corretto sottraendo dal valore dell'indicatore, per ogni impresa e per ogni anno di osservazione, il valore medio per le imprese che appartengono allo stesso settore.
ROA	Esprime il rendimento del capitale complessivamente impiegato nell'impresa ed è pari al rapporto tra il risultato operativo dell'impresa e il capitale investito.
Cash holdings	Disponibilità di cassa dell'impresa in ciascun anno.
Cash holdings ²	Cash holdings al quadrato.
Leverage	Rapporto fra debiti finanziari e debiti finanziari più equity.
Size	Logaritmo naturale del totale attivo.
Tangibility	Rapporto fra attività tangibili e totale attivo.
Growth Opportunity	Variazione percentuale delle vendite dall'anno t all'anno t-1.
D_Diversified firms	Dummy pari a 1 se l'impresa è diversificata, ossia opera in più di un business, e 0 altrimenti.
D_Family	Dummy pari a 1 per le imprese familiari, ovvero quelle in cui i membri familiari detengono più del 25% delle azioni e/o hanno un ruolo nella gestione o nel CdA, 0 altrimenti.
D_Unlisted firms	Dummy pari a 1 per le imprese non quotate, 0 altrimenti.
D_High Debt	Dummy pari a 1 quando il debito è maggiore del suo valore mediano, 0 altrimenti.
D_Institutional Investor	Dummy pari a 1 per le imprese in cui la somma di tutte le partecipazioni istituzionali è superiore al 5%, 0 altrimenti.
D_Constrained firms	Dummy pari a 1 quando l'indice di Whited-Wu è superiore dei primi due decili, 0 altrimenti.
Bank Reform	Dummy pari a 1 per gli anni pari o successive al 1990, anno in cui la Riforma Bancaria è entrata in vigore, 0 altrimenti.
Bank Development	Rapporto fra credito erogato dalle banche e da altri istituti su PIL (fonte: World Bank).
Market Development	Rapporto fra capitalizzazione di mercato e PIL (fonte: Borsa Italiana – BitStat).
Dummies Industry	Variabili dummy, per ciascun settore (in base alla tassonomia Pavitt).
Dummies Year	Variabili dummy per il periodo 1980-2011.

Appendice 2

Variabile	Descrizione
Board Size	Numero di componenti del CdA diviso il logaritmo del totale dell'attivo.
Busy Directors	Percentuale di consiglieri, che detengono più di tre incarichi in altri consigli di amministrazione, sul numero totale dei membri del CdA.
Cash Flow	Flusso di cassa di ciascun anno, calcolato come utile lordo più ammortamenti, diviso il totale dell'attivo.
Cash Holdings	Disponibilità di cassa dell'impresa in ciascun anno diviso il totale dell'attivo.
CEO Duality	Variabile dummy uguale a 1 se l'amministratore delegato è anche presidente del CdA, altrimenti uguale a 0.
Dividend	Importo totale dei dividendi pagati in ciascun anno.
Family firms	Dummy pari a 1 per le imprese familiari, ovvero quelle in cui i membri familiari detengono più del 25% delle azioni e/o hanno un ruolo nella gestione o nel CdA, 0 altrimenti.
Family Involvement in Management	Dummy pari a 1 se i membri familiari ricoprono sia l'incarico di amministratore delegato che quello di presidente del CdA, altrimenti uguale a 0.
Family Involvement in Ownership	Dummy pari a 1 se l'impresa è familiare e i membri familiari non ricoprono l'incarico di amministratore delegato e quello di presidente del CdA, altrimenti uguale a 0.
Female Directors	Percentuale di consiglieri donne sul numero totale dei membri del CdA.
Growth Opportunity	Esprime le opportunità di sviluppo dell'impresa e deriva dal tasso di crescita annuale del fatturato.
Independent Directors	Percentuale di consiglieri indipendenti sul numero totale dei membri del CdA.
Leverage	Rapporto fra debiti totali e totale attivo
Size	Logaritmo naturale del totale attivo.
Tobin's Q	Esprime il valore di mercato dell'impresa ed è calcolato come il rapporto fra la somma algebrica del valore contabile delle attività meno il valore contabile del capitale più il valore di mercato del capitale e il valore contabile delle attività.
Year Dummies	11 variabili dummy per il periodo 2003-2013, uguali a 1 quando l'osservazione si riferisce all'anno corrispondente, altrimenti 0.

Appendice 3

Variabile	Descrizione
Adjusted Cash Holdings	Indicatore basato sul rapporto tra cash holdings dell'impresa e il totale dell'attivo corretto sottraendo dal valore dell'indicatore, per ogni impresa e per ogni anno di osservazione, il valore medio per le imprese che appartengono allo stesso settore.
Board Size	Numero di componenti del CdA diviso il logaritmo del totale dell'attivo.
Busy Directors	Percentuale di consiglieri, che detengono più di tre incarichi in altri consigli di amministrazione, sul numero totale dei membri del CdA.
Cash Flow	Flusso di cassa di ciascun anno, calcolato come utile lordo più ammortamenti, diviso il totale dell'attivo.
Cash Flow Volatility	Deviazione standard dei cash flow diviso il valore medio del totale dell'attivo.
Cash Holdings	Disponibilità di cassa dell'impresa in ciascun anno diviso il totale dell'attivo.
CEO Duality	Variabile dummy uguale a 1 se l'amministratore delegato è anche presidente del CdA, altrimenti uguale a 0.
Female Directors	Percentuale di consiglieri donne sul numero totale dei membri del CdA.
Independent Directors	Percentuale di consiglieri indipendenti sul numero totale dei membri del CdA.
Growth Opportunity	Esprime le opportunità di sviluppo dell'impresa e deriva dal rapporto fra la somma algebrica del valore contabile delle attività meno il valore contabile del capitale più il valore di mercato del capitale e il valore contabile delle attività.
Leverage	Rapporto fra debiti totali e totale attivo
Ln Cash Holdings	Logaritmo naturale del rapporto fra cash holdings e totale dell'attivo.
Ln Cash Holdings Net	Logaritmo naturale del rapporto fra cash holdings e totale netto dell'attivo, calcolato come totale attivo meno cash holdings.
Size	Logaritmo naturale del totale attivo.
Tangibility	Rapporto fra attività tangibili e totale attivo, diviso 100.
Year Dummies	11 variabili dummy per il periodo 2003-2013, uguali a 1 quando l'osservazione si riferisce all'anno corrispondente, altrimenti 0.

Appendice 4

Variabile	Descrizione
ROA	Esprime il rendimento del capitale complessivamente impiegato nell'impresa ed è pari al rapporto tra risultato operativo dell'impresa e capitale investito.
Cash Holdings	Disponibilità di cassa dell'impresa su capitale investito.
Corruption Perception Index	Indice che determina la percezione della corruzione nel settore pubblico e nella politica, attribuendo a ogni contesto un valore variabile tra 0 (massima corruzione) e 10 (assenza di corruzione). All'aumentare di tale indice il livello di corruzione percepita si riduce. Fonte: http://www.transparency.org/
Control of Corruption	Indice che quantifica la percezione della misura in cui il potere pubblico è utilizzato per il guadagno privato e varia da -2,5 a 2,5. All'aumentare di tale indice il livello di corruzione percepita si riduce. (Kaufmann et al., 2011). Fonte: world bank
Unrelated Diversification	Indice di entropia di diversificazione unrelated.
International Diversification	Percentuale di fattura estero su totale fatturato aziendale.
Listing	Dummy pari a 1 per le imprese quotate, 0 altrimenti.
Ownership Concentration	Percentuale di proprietà detenuta dal primo azionista.
Leverage	Rapporto fra debiti finanziari e debiti finanziari più equity.
Size	Logaritmo naturale del totale attivo.
Tangibility	Rapporto fra attività tangibili e totale attivo.
Growth Opportunity	Variazione percentuale delle vendite dall'anno t all'anno t-1.
Crisis	Dummy pari a 1 per osservazioni inerenti il periodo 2008 e anni successivi, 0 altrimenti.
Dummy Industry	Variabili dummy per ciascun settore.

BIBLIOGRAFIA

- Accetturo, A., Giunta, A., & Rossi, S. (2011). *Le imprese italiane tra crisi e nuova globalizzazione*: Banca d'Italia.
- Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), 515-554.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309.
- Adams, R. B., & Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219-235.
- Adjei, F. (2013). The effects of cash holdings on corporate performance during a credit crunch: evidence from the sub-prime mortgage crisis. *Journal of Economics and Finance*, 37(2), 188-199.
- Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137-197.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review*, 22(1), 77-88.
- Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Cash Holdings and Corporate Governance Around the World: Working paper, Swiss Institute of Banking and Finance, Stern School of Business, and University of Mannheim.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1327.
- Anderson, S. E., Coffey, B. S., & Byerly, R. T. (2002). Formal organizational initiatives and informal workplace practices: Links to work-family conflict and job-related outcomes. *Journal of management*, 28(6), 787-810.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431-445.

- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51.
- Attig, N., Cleary, S., El Ghoul, S., & Guedhami, O. (2012). Institutional investment horizon and investment-cash flow sensitivity. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1164-1180.
- Ball, R. (2001). Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton papers on financial services*, 2001(1), 127-169.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, 50(2), 609-631.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1996). On financial architecture: leverage, maturity, and priority. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(4), 4-17.
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689-723.
- Bartholomeusz, S., & Tanewski, G. A. (2006). The relationship between family firms and corporate governance. *Journal of Small Business Management*, 44(2), 245-267.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: an agency perspective. *Financial Management*, 38-50.
- Belcredi, M., & Enriques, L. (2014). Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: The Case of Italy. *European Corporate Governance Institute*, 225/2013. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2325421>.
- Bernstein, D. (1994). Imperfect information and agency cost models: Further empirical tests. *International Review of Economics & Finance*, 3(2), 183-193.
- Bettis, R. A. (1981). Performance differences in related and unrelated diversified firms. *Strategic Management Journal*, 2(4), 379-393.
- Bianchi, M., & Bianco, M. (2006). Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions? *European Corporate Governance Institute*, 144/2006. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=952>.
- Bianco, M., Ciavarella, A., & Signoretti, R. (2015). Women on corporate boards in Italy: The role of family connections. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 129-144.
- Bigelli, M., Martín-Ugedo, J. F., & Sánchez-Vidal, F. J. (2014). Financial conservatism of private firms. *Journal of Business Research*, 67(11), 2419-2427.
- Bigelli, M., & Sánchez-Vidal, J. (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 26-35.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.

- Boone, A. L., Casares Field, L., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 85(1), 66-101.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. S. Sandri (2003), *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw Hill Libri, Milano.
- Brennan, M. J., & Hughes, P. J. (1991). Stock prices and the supply of information. *The Journal of Finance*, 46(5), 1665-1691.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189-220.
- Brickley, J. A., & James, C. M. (1987). The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of banking. *Journal of Law and Economics*, 161-180.
- Brounen, D., De Jong, A., & Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30(5), 1409-1442.
- Brown, N. C., Smith, J. D., White, R., & Zutter, C. J. (2013). Greased Wheels or Just Greased Palms: Political Corruption and Firm Value. Available at SSRN 1882011.
- Buchanan, J. M., & Tullock, G. (1962). *The calculus of consent* (Vol. 3): University of Michigan Press Ann Arbor.
- Byoun, S., Chang, K., & Kim, Y. S. (2016). Does corporate board diversity affect corporate pay-out policy? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45(1), 48-101.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of financial economics*, 32(2), 195-221.
- Caprio, L., Faccio, M., & McConnell, J. J. (2013). Sheltering corporate assets from political extraction. *Journal of Law, Economics, and organization*, 29(2), 332-354.
- Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal*, 44(4), 639-660.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Chahine, S., & Filatotchev, I. (2008). The Effects of Information Disclosure and Board Independence on IPO Discount*. *Journal of small business management*, 46(2), 219-241.
- Chen, N. (2011). Securities laws, control of corruption, and corporate liquidity: International evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 19(1), 3-24.
- Chen, E. T., & Nowland, J. (2010). Optimal board monitoring in family-owned companies: Evidence from Asia. *Corporate Governance: An International Review*, 18(1), 3-17.

- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*, 8(1), 59-67.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *economica*, 4(16), 386-405.
- Collins, D. W., Rozeff, M. S., & Dhaliwal, D. S. (1981). The economic determinants of the market reaction to proposed mandatory accounting changes in the oil and gas industry: A cross-sectional analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 3(1), 37-71.
- Corbetta, G., & Salvato, C. (2004). Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on "comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 355-362.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.
- Dahlquist, M., & Robertsson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of financial economics*, 59(3), 413-440.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371-382.
- Darkhor, S., & Nahandi, Y. B. (2012). Financial constraint, cash value and investment. *African Journal of Business Management*, 6(26), 7769-7778.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1), 20-47.
- Dayton, K. N. (1984). Corporate Governance-the Other Side of the Coin. *Harvard Business Review*, 62(1), 34-37.
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(01), 111-133.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of financial economics*, 88(3), 430-465.
- Donadelli, M., Fasan, M., & Magnanelli, B. S. (2014). The Agency Problem, Financial Performance and Corruption: Country, Industry and Firm Level Perspectives. *European Management Review*, 11(3-4), 259-272.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.

- Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21(3), 293-324.
- Drobetz, W., Grüninger, M. C., & Hirschvogel, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2168-2184.
- Duchin, R., Ozbas, O., & Sensoy, B. A. (2010). Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *Journal of financial economics*, 97(3), 418-435.
- Dunn, R. (1987). Research on instructional environments: Implications for student achievement and attitudes. *Professional School Psychology*, 2(1), 43.
- Egger, P., & Winner, H. (2005). Evidence on corruption as an incentive for foreign direct investment. *European journal of political economy*, 21(4), 932-952.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of financial economics*, 48(1), 35-54.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Making fast strategic decisions in high-velocity environments. *Academy of Management Journal*, 32(3), 543-576.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 301-325.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. (1993). Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. *The RAND Journal of Economics*, 328-342.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of financial economics*, 88(3), 499-533.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 58(3), 1087-1112.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors?. *The Journal of finance*, 61(2), 689-724.
- Fiorino, N., & Galli, E. (2013). La corruzione in Italia. *icon*, 39 (051), 256011.
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24(3), 489-505.
- Francis, B., Hasan, I., Park, J. C., & Wu, Q. (2015). Gender differences in financial reporting decision making: Evidence from accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 32(3), 1285-1318.
- Frésard, L. (2010). Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. *The Journal of Finance*, 65(3), 1097-1122.
- Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579-607.

- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2008). On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 127-149.
- Gedajlovic, E., Carney, M., Chrisman, J. J., & Kellermanns, F. W. (2012). The adolescence of family firm research taking stock and planning for the future. *Journal of Management*, 38(4), 1010-1037.
- Gertler, M., & Hubbard, R. G. (1989). Financial factors in business fluctuations: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), p70.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4-22.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2), 187-243.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. (2009). *Basic econometrics*. New York: McGraw-Hill International Edition.
- Guney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2007). International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational financial management*, 17(1), 45-60.
- Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43-57.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
- Harford, J., Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2012). The sources of value destruction in acquisitions by entrenched managers. *Journal of financial economics*, 106(2), 247-261.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.
- Harris, M., & Raviv, A. (2006). A theory of board control and size. *Review of Financial Studies*, 21(4), 1797-1832.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *The economic journal*, 678-689.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, 589-606.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2001). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature: National Bureau of Economic Research.
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of financial economics*, 108(3), 822-839.
- Huang, Y., Elkinawy, S., & Jain, P. K. (2013). Investor protection and cash holdings: Evidence from US cross-listing. *Journal of Banking & Finance*, 37(3), 937-951.
- Huntington, S. P. (1968). Modernization and corruption. *Political corruption: A handbook*, 253-263.

- Huse, M., & Solberg, A. G. (2006). Gender-related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards. *Women in Management Review*, 21(2), 113-130.
- Iona, A., Leonida, L., & Ozkan, A. (2004). Determinants of financial conservatism: Evidence from low-leverage and cash-rich UK firms. *University of York Discussion Papers in Economics*(2004/01).
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jiraporn, P., Davidson III, W. N., DaDalt, P., & Ning, Y. (2009). Too busy to show up? An analysis of directors' absences. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(3), 1159-1171.
- John, T. A. (1993). Accounting measures of corporate liquidity, leverage, and costs of financial distress. *Financial Management*, 91-100.
- Judge, W. Q., & Zeithaml, C. P. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of Management Journal*, 35(4), 766-794.
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2011). The worldwide governance indicators: methodology and analytical issues. *Hague Journal on the Rule of Law*, 3(02), 220-246.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London, 1936). *Keynes The General Theory of Employment, Interest and Money*1936.
- Khanna, T., & Palepu, K. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, 75(4), 41-48.
- Khurana, I. K., Martin, X., & Pereira, R. (2006). Financial development and the cash flow sensitivity of cash. *Journal of financial and quantitative analysis*, 41(04), 787-808.
- Kim, C.-S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of financial and quantitative analysis*, 33(03), 335-359.
- Kim, J. (1999). The relaxation of financing constraints by the initial public offering of small manufacturing firms. *Small Business Economics*, 12(3), 191-202.
- Kohler, U., & Kreuter, F. (2009). *Data analysis using Stata*. College Station: Stata Press books.
- Kusnadi, Y. (2003). Corporate cash holdings and corporate governance mechanisms. *Available at SSRN 479401*.
- Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value? *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 554-570.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of finance*, 1147-1170.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150.
- La Rocca, M., & Faraci, R. (2011). Which is best?: il ruolo della relatedness nel legame fra diversificazione e performance. *Finanza, marketing e produzione*, 29(4), 79-117.
- 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.
- Lamont, O. (1997). Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets. *The Journal of Finance*, 52(1), 83-109.
- Lau, J., & Block, J. H. (2012). Corporate cash holdings and their implications on firm value in family and founder firms. *Corporate Ownership and Control*, 9, 309-326.
- Lee, K.-W., & Lee, C.-F. (2009). Cash holdings, corporate governance structure and firm valuation. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12(03), 475-508.
- Leff, N. H. (1964). Economic development through bureaucratic corruption. *American behavioral scientist*, 8(3), 8-14.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2014). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 28, 185-200.
- Levy, L. (1981). Reforming board reform. *Harvard Business Review*, 59(1), 166-172.
- Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *The Journal of Finance*, 26(2), 521-537.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(01), 159-184.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 59-77.
- Lui, F. T. (1985). An equilibrium queuing model of bribery. *The Journal of Political Economy*, 760-781.
- Lundstrum, L. L. (2003). Firm value, information problems and the internal capital market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 21(2), 141-156.
- Luo, Q., & Hachiya, T. (2005). Corporate governance, cash holdings, and firm value: evidence from Japan. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8(04), 613-636.
- Machold, S., Huse, M., Minichilli, A., & Nordqvist, M. (2011). Board leadership and strategy involvement in small firms: A team production approach. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 368-383.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.

- Masulis, R. W., & Mobbs, S. (2011). Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market. *The Journal of Finance*, 66(3), 823-872.
- Mauro, P. (1995). Corruption and growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 681-712.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- McConaughy, D. L., Walker, M. C., Henderson Jr, G. V., & Mishra, C. S. (1998). Founding family controlled firms: Efficiency and value. *Review of Financial Economics*, 7(1), 1-19.
- Melis, A. (2000). Corporate governance in Italy. *Corporate Governance: an international review*, 8(4), 347-355.
- Mello, R., Krishnaswami, S., & Larkin, P. J. (2008). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking & Finance*, 32(7), 1209-1220.
- Miller, D., Breton-Miller, L., & Scholnick, B. (2008). Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family businesses. *Journal of management studies*, 45(1), 51-78.
- Miller, D., Le Breton-Miller, L., Lester, R. H., & Cannella, A. A. (2007). Are family firms really superior performers?. *Journal of corporate finance*, 13(5), 829-858.
- Miller, D., & Breton-Miller, L. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family business review*, 19(1), 73-87.
- Miller, M. H., & Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413-435.
- Minichilli, A. (2014). Dieci anni di corporate governance: cosa sappiamo, e cosa no, sul governo delle imprese. *Economia & management: la rivista della Scuola di Direzione Aziendale dell'Università L. Bocconi*(1), 95-117.
- Minichilli, A., Brogi, M., & Calabrò, A. (2016). Weathering the storm: Family ownership, governance, and performance through the financial and economic crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 24(6), 552-568.
- Minichilli, A., Zattoni, A., & Zona, F. (2009). Making boards effective: An empirical examination of board task performance. *British Journal of Management*, 20(1), 55-74.
- Minton, B. A., & Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of financial economics*, 54(3), 423-460.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782.
- Mohan, N. J., & Chen, C. R. (2004). Are IPOs priced differently based upon gender? *The Journal of Behavioral Finance*, 5(1), 57-65.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315.
- Murphy, K. M., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1993). Why is rent-seeking so costly to growth? *The American economic review*, 409-414.

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Myrdal, G. (1968). Asian drama, an inquiry into the poverty of nations. *Asian drama, an inquiry into the poverty of nations*.
- O'Brien, J. P., & Folta, T. B. (2009). A transaction cost perspective on why, how, and when cash impacts firm performance. *Managerial and Decision Economics*, 30(7), 465-479.
- Oler, D., & Waegelien, J. F. (2011). Can long-term performance plans mitigate the negative effects of stock consideration and high cash for acquirers? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(1), 63-86.
- 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.
- Pindado, J., Requejo, I., & de la Torre, C. (2008). Does family ownership impact positively on firm value? Empirical evidence from Western Europe. *Documento de Trabajo*, 2, 08.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & 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(6), 2725-2751.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash? : National Bureau of Economic Research.
- Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2004). What is a dollar worth? The market value of cash holdings. *The Market Value of Cash Holdings (October 2002)*.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2000). The governance of the new enterprise: National Bureau of Economic Research.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2001). The influence of the financial revolution on the nature of firms: National Bureau of Economic Research.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
- Rhode, D. L., & Packel, A. K. (2014). Diversity on corporate boards: How much difference does difference make. *Del. J. Corp. L.*, 39, 377.
- Roberts, J., McNulty, T., & Stiles, P. (2005). Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: Creating accountability in the boardroom. *British Journal of Management*, 16(s1), S5-S26.
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, 9(1), 86.
- Rose-Ackerman, S. (1975). The economics of corruption. *Journal of public economics*, 4(2), 187-203.
- Saddour, K. (2006). The determinants and the value of cash holdings: evidence from French firms. *Cahier de recherche n*, 6.
- Salancik, G. R., & Pfeffer, J. (1978). A social information processing approach to job attitudes and task design. *Administrative science quarterly*, 224-253.

- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (2000). The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment. *The Journal of Finance*, 55(6), 2537-2564.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of business venturing*, 18(4), 473-490.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science*, 12(2), 99-116.
- Shin, H.-H., & Park, Y. S. (1999). Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean chaebols'. *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 169-191.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 54(5), 1829-1853.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Slater, S. F., & Zwirlein, T. J. (1992). Shareholder value and investment strategy using the general portfolio model. *Journal of Management*, 18(4), 717-732.
- Stein, J. C. (1997). Internal capital markets and the competition for corporate resources. *The Journal of Finance*, 52(1), 111-133.
- Stiles, P., & Taylor, B. (2001). *Boards at work: How directors view their roles and responsibilities: How directors view their roles and responsibilities*: Oxford University Press.
- Stulz, R. M. (2005). The limits of financial globalization. *The Journal of Finance*, 60(4), 1595-1638.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial economics*, 26(1), 3-27.
- Tanzi, V., & Davoodi, H. R. (2000). Corruption, growth, and public finances.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Tong, Z. (2011). Firm diversification and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 741-758.
- Tufano, P. (1998). Agency costs of corporate risk management. *Financial Management*, 67-77.
- van Essen, M., van Oosterhout, J. H., & Carney, M. (2012). Corporate boards and the performance of Asian firms: A meta-analysis. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), 873-905.
- Varaiya, N., Kerin, R. A., & Weeks, D. (1987). The relationship between growth, profitability, and firm value. *Strategic Management Journal*, 8(5), 487-497.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of financial economics*, 80(2), 385-417.
- Volpin, P. F. (2002). Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics*, 64(1), 61-90.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting horizons*, 17(3), 207-221.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory.

- Whited, T. M. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. *The Journal of Finance*, 47(4), 1425-1460.
- Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.
- Yermack, D. (2006). Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns. *Journal of financial economics*, 80(1), 211-242.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334.
- Zattoni, A. (2006). *Assetti proprietari e corporate governance*: Egea.