

Entendido

Utilizamos cookies propias y de terceros para mejorar nuestros servicios y elaborar información estadística. Si continúa navegando, consideramos que acepta su uso. Acceda a más información sobre la política de cookies.



Detenere liquidità genera valore? Benefici, costi ed evidenze dall'Italia

Autores: Maurizio La Rocca, Tiziana La Rocca, Raffaele Staglianò, Alfio Cariola

Localización: Economía & management: la rivista della Scuola di Direzione Aziendale dell'Università L. Bocconi, ISSN-e 1120-5032, Nr. 2, 2012, págs. 73-90

Idioma: italiano

DETENERE LIQUIDITÀ GENERA VALORE? BENEFICI, COSTI ED EVIDENZE DALL'ITALIA

Maurizio La Rocca

Professore associato di
Economia e Gestione
delle Imprese,
Università della Calabria
m.larocca@unical.it

Tiziana La Rocca

Ricercatore di Economia e
Gestione delle Imprese,
Università di Messina
tlarocca@unime.it

Raffaele Staglianò

Ricercatore in Corporate
Finance, Group Sup de Co
Montpellier Business School
(Francia)
rstagliano@supco-montpellier.fr

Alfio Cariola

Professore ordinario di
Economia e Gestione
delle Imprese,
Università della Calabria
alfio.cariola@unical.it

IL PRESENTE STUDIO EVIDENZIA IL RUOLO DELLA *CORPORATE LIQUIDITY* NEI PROCESSI DI CREAZIONE DI VALORE ATTRAVERSO UN APPROFONDIMENTO DEI VANTAGGI E DEGLI SVANTAGGI A ESSA CONNESSI, DELLE PROSPETTIVE TEORICHE D'ANALISI E, INFINE, EMPIRICAMENTE, DEL LEGAME LIQUIDITÀ-VALORE NEL CONTESTO ITALIANO.

L'ANALISI EMPIRICA, CONDOTTA SU UN CAMPIONE DI PMI NEL PERIODO 2006-2009, EVIDENZIA UNA RELAZIONE PREVALENTEMENTE CRESCENTE TRA LIQUIDITÀ E VALORE, CON UN EFFETTO DECRESCENTE SOLO PER LIVELLI MOLTO ELEVATI DI LIQUIDITÀ.

IL CASH STOCK APPARE ESSERE UNO STRUMENTO CAPACE DI SUPPORTARE LA *FINANCIAL VIABILITY* DELLE IMPRESE, SOPRATTUTTO IN MOMENTI DI VARIABILITÀ E INCERTEZZA NEL CONTESTO ECONOMICO.

THE VALUE OF HOLDING CASH: EMPIRICAL EVIDENCE IN ITALY

This study investigates the relationship between cash holdings and firm performance, based on a sample of small and medium-sized Italian firms for the period 2006-2009. New insights on the interactions between cash holding and performance are provided considering the role of the recent financial crisis. Our findings suggest a positive effect of cash holdings on firm performance that become negative for high levels of corporate liquidity. Whereas the financial crisis has had a negative impact on firm performance, it has only partially affected the relationship between cash holdings and performance.

■ ■ ■ INTRODUZIONE

È opinione diffusa tra i CFO europei e americani che la *financial flexibility* possa annoverarsi tra i target maggiormente ricercati nell'ambito delle scelte finanziarie delle imprese (Graham, Harvey 2001; Bancel, Mittoo 2004; Brounen, de Jong, Koedijk 2006). Altrettanto condivisa è, tra gli studiosi e nella business community, l'opinione che la *cash policy* sia da considerarsi elemento cruciale per migliorare la flessibilità finanziaria delle imprese. Rispetto al passato, un numero sempre maggiore di imprese, Microsoft fra tutte, decide oggi di accumulare¹ riserve di cash (cash stock o cash holding) con l'obiettivo di garantirsi maggiori livelli di flessibilità finanziaria (J.P. Morgan Research 2005), apparentemente in contrasto con le tradizionali teorie che ritengono il cash holding non rilevante nel processo di creazione del valore dell'impresa (Modigliani, Miller 1958).

Un ordine di grandezza del fenomeno viene fornito da alcuni studiosi. Bigelli e Sanchez-Vidal (2012) evidenziano come, in media, le imprese italiane detengano circa il 10% di cash stock sul totale attivo, rispetto a un valore compreso fra l'8 e il 10,5% nelle imprese quotate negli Stati Uniti (Kim et al. 1998; Opler et al. 1999) e al 12,6% riscontrato da Drobetz et al. (2010) in un campione di imprese estratte da quarantacinque paesi.

L'esistenza di cash stock tra gli asset di un'impresa può considerarsi non solo fattore rilevante per il sostegno di percorsi di crescita ma anche, in qualche caso, fattore incidente sulla sua stessa sopravvivenza. Economisti, aziendalisti e manager hanno osservato il processo di gestione della liquidità aziendale da numerosi e differenziati punti di vista, individuandone, naturalmente, vantaggi e svantaggi. Sulla base delle implicazioni derivanti da due tra le principali teorie inerenti le scelte di struttura finanziaria – Trade-Off Theory e Pecking Order Theory –, sono stati elaborati alcuni modelli per la gestione della liquidità (si cita per tutti Miller, Orr 1966) finalizzati alla individuazione

1. Il 21 luglio 2006, nell'articolo "Capital Pains: Big Cash Hoards" pubblicato su The Wall Street Journal, Ian McDonald evidenziava che "The piles of cash and stockpile of repurchased shares at [big U.S. companies] have hit record levels".

2. La teoria dell'agenzia evidenzia che le imperfezioni dei mercati possono indurre all'opportunismo manageriale; appare evidente che coniugando opportunismo e cash holding potrebbero generarsi costi da inefficiente gestione delle risorse finanziarie. La teoria dei costi di transazione evidenzia, invece, i benefici derivanti dal cash holding come generatore di minori transazioni di natura finanziaria.

del livello migliore di cash stock nell'ottica della creazione del valore. Tuttavia, il coesistere di fenomeni quali la maggiore competizione nei mercati dei prodotti, le imperfezioni del mercato dei capitali e l'evoluzione delle forme d'impresa, ha consigliato di non concentrarsi solo su metodologie matematiche ottimizzanti, ma di affrontare i livelli crescenti di complessità esplorando altri aspetti, meno quantitativi o quantitativamente stimabili, connessi, piuttosto, alla governance aziendale e in grado di influenzare la capacità del cash holding di creare valore.² Il problema di conoscenza, da risolvere nello specifico, ha due dimensioni: è necessario, infatti, verificare sia l'esistenza di una relazione cash holding-valore, sia l'eventualità che tale relazione crei valore, considerando fattori *firm-specific* e fattori esterni all'impresa. Le evidenze empiriche disponibili in letteratura manifestano risultati contrastanti a causa della molteplicità delle variabili e dei contesti istituzionali esaminati; in tal modo, la relazione tra cash holding e valore per alcuni studiosi risulta positiva (Kim et al. 1998; Opler et al. 1999; Almeida et al. 2004), per altri negativa (Blanchard et al. 1994; Kalcheva, Lins 2007; Harford et al. 2008); in altri casi ancora, proprio alla luce dei molteplici costi e benefici generati dalle riserve di liquidità, la relazione appare assente o di difficile definizione (Myers, Rajan 1998; Mikkelsen, Partch 2003; Dittmar et al. 2003).

Obiettivo del presente lavoro è approfondire in chiave critica la letteratura di riferimento, indagando empiricamente la relazione fra liquidità e performance d'impresa nel contesto delle piccole e medie imprese italiane. In particolare, nel secondo paragrafo l'attenzione è incentrata sulle motivazioni, sui vantaggi e gli svantaggi connessi al cash holding, mentre il terzo paragrafo descrive l'effetto della liquidità sul valore attraverso l'esame delle assunzioni sottostanti ai principali approcci teorici e delle principali evidenze empiriche disponibili. Nel quarto paragrafo sono esposti la metodologia e i risultati di un'analisi empirica condotta su un campione di imprese italiane. Inoltre, il contributo illustra le conseguenze sul valore del cash holding in Italia in situazioni di costrizione finanziaria, quali quelle evidenziate nel periodo della crisi finanziaria degli anni 2008 e 2009. Le osservazioni di sintesi del contributo suggeriscono possibili direttrici di ricerca e implicazioni manageriali e di policy a partire dall'attuale stato della conoscenza e dai risultati empirici emersi in Italia.

Non c'è convergenza in letteratura circa la liquidità sufficiente a innescare processi di creazione di valore

■ ■ ■ IL VALORE DELLA LIQUIDITÀ

Quanto vale, effettivamente, uno stock di liquidità presente tra gli asset di bilancio di un'impresa? Al momento non esiste convergenza in letteratura circa la definizione di quanta liquidità possa ritenersi sufficiente a innescare processi di creazione di valore né su come e quanto velocemente questa debba essere raccolta (Brealey et al. 2003).

Il tema, che ha di recente richiamato l'attenzione degli studiosi di management e di finanza, non può certamente dirsi nuovo se già Keynes (1936, p. 196) osservava che "there is no necessity to hold idle cash to bridge over intervals if it can be obtained without difficulty at the moment when it is actually required", enunciando *in nuce*, nella sua "teoria della preferenza per la liquidità", le motivazioni atte a spiegare la detenzione di moneta (tabella 1): **a.** di tipo transattivo; **b.** di tipo precauzionale; **c.** di tipo speculativo.

TABELLA 1 | MOTIVAZIONI CHE DETERMINANO LA PREFERENZA PER LA LIQUIDITÀ

Motivazione	Descrizione	Autori
Transattiva	Risponde alle necessità di fondi liquidi nel normale svolgimento dell'attività economica, sia da parte degli agenti privati (per il consumo) sia da parte delle imprese (per ovviare allo sfasamento tra costi e ricavi)	Keynes (1936); Myers, Majluf (1984); Almeida et al. (2004); Dittmar et al. (2003)
Precauzionale	Trae ragione dalla presenza di incertezza e dall'incapacità di prevedere il verificarsi di eventi futuri che possono richiedere la disponibilità di somme liquide	Keynes (1936); Fazzari et al. (1988); Opler et al. (1999); Myers, Rajan (1998); Pinkowitz, Williamson (2002)
Speculativa	Se è atteso un rialzo dei tassi di interesse in futuro, appare economicamente conveniente posporre gli investimenti e detenere attività liquide	Keynes (1936)

Fonte: RIELABORAZIONE DA BLOOMBERG INFORMATION E DIPARTIMENTO AMERICANO DEL LABOR INFLATION CALCULATOR

Nel primo caso, l'investimento in liquidità sarebbe giustificato dall'esistenza di costi (da ridurre oppure evitare) connessi a transazioni finanziarie eventualmente da effettuare accedendo al mercato esterno dei capitali per coprire i fabbisogni emergenti, in accordo con la teoria dei costi di transazione richiamata in diversi contributi successivi (Myers, Majluf 1984; Almeida et al. 2004; Dittmar et al. 2003). Nel secondo caso, l'accumulo di cash stock si configura come elemento di risk management. Ragionando in negativo, la liquidità è accumulata per fare fronte, precauzionalmente, al potenziale verificarsi di eventi inattesi generatori di costi in assenza di adeguati buffer di liquidità. Ragionando in positivo, invece, l'obiettivo è assicurare maggiore flessibilità finanziaria per cogliere le potenziali opportunità di crescita futura (Fazzari et al. 1988; Opler et al. 1999; Myers, Rajan 1998; Pinkowitz, Williamson 2002). Nel terzo caso si ipotizza che la domanda di moneta dipenda positivamente dal livello del reddito e negativamente dai tassi di interesse offerti sul mercato, che rappresentano il costo opportunità connesso con il detenere liquidità. In particolare, in previsione di un futuro rialzo dei tassi, è razionale decidere di rinviare i progetti di investimento al periodo in cui si prevede che gli stessi saranno maggiormente remunerativi, detenendo così nell'immediato un maggior livello di liquidità.

TABELLA 2 | ASPETTI POSITIVI E NEGATIVI LEGATI ALLA DETENZIONE DI LIQUIDITÀ (CASH)

Vantaggi	Svantaggi
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Capacità di cogliere tempestivamente le growth opportunity (Myers, Majluf 1984) evitando i costi di transazione generati dal ricorso al mercato (Keynes 1936) ▶ Mantenimento di una struttura finanziaria flessibile (Graham, Harvey 2001) ▶ Minore rilevanza dei problemi di financial constraints (Almeida et al. 2004) ▶ Prevenzione di futuri deficit di liquidità (Lins et al. 2010) e di effetti negativi derivanti dalla volatilità del cash flow (Dittmar et al. 2003) 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Costi e problemi di agenzia in forma di empire building (Jensen, Meckling 1976; Jensen 1986; Dittmar et al. 2003) ▶ Possibili problemi di asset substitution (Jensen 1986; Myers, Rajan 1998) ▶ Minori rendimenti degli investimenti in cash rispetto ad altri investimenti di eguale profilo di rischio ▶ Cost of carry, derivante dal differenziale esistente tra il rendimento dell'investimento in cash e il costo marginale complessivo del capitale (Dittmar et al. 2003)

In generale, dunque, l'accumulo e la gestione delle riserve di liquidità sono attività delicate e complesse, comportando la valutazione di numerosi fattori che conducono alla creazione o distruzione del valore, come riassunto nella tabella 2.

Da un lato, appaiono evidenti i benefici connessi alla liquidità come driver della flessibilità finanziaria, in grado di attenuare problemi di *financial constraints*. Dall'altro, emergono problematiche connesse all'uso e alla gestione della liquidità ricollegabili all'opportunità manageriale (Jensen, Meckling 1976). In presenza di ingenti risorse li-

quide a disposizione del management potrebbe acuirsi, in termini sia di frequenza sia di gravità di accadimento, il rischio di manifestazione di costi di agenzia connessi a problematiche note come *empire building*, *asset substitution* e *overinvestment*, tutte derivanti dall'abuso di posizione del manager nell'utilizzo discrezionale del cash stock disponibile, orientato al soddisfacimento di interessi personali piuttosto che alla creazione di valore per l'impresa e gli stakeholder ("lato oscuro delle riserve", Brealey et al. 2003).

L'opportunità manageriale è agevolata da imperfezioni dei mercati finanziari: asimmetrie informative, incompletezza contrattuale, costi di agenzia

3. "Il problema è come incentivare il manager a distribuire il contante piuttosto che investirlo in progetti che non remunerano il costo del capitale o sprecarlo in inefficienze organizzative" (Jensen 1986).

4. Ciò è confermato dal comportamento di imprese dalle dimensioni considerevoli, con un fatturato annuo ragguardevole e senza vincoli finanziari, le quali mostrano una propensione ad accumulare liquidità e, soprattutto, una particolare attenzione alla sua gestione.

L'opportunità manageriale è agevolata 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 soluzione dei problemi di agenzia genera costi aggiuntivi che vanno ulteriormente a ridurre i benefici della liquidità.³ È necessario approfondire le problematiche connesse ai sistemi di corporate governance per attenuare gli aspetti negativi della liquidità ed enfatizzarne i benefici. L'allineamento degli interessi tra il management e la proprietà potrebbe ridurre l'incentivo del manager a deviare da una politica ottimale per l'impresa, orientandolo verso comportamenti che massimizzino il valore della stessa. D'altronde, se gli azionisti si dotano di strumenti idonei al controllo dell'operato dei manager, è evidente che i rischi associati alla gestione della liquidità si riducono; ciò può funzionare ancor meglio se, in aggiunta, il mercato si dovesse connotare per un'adeguata trasparenza che eviti, ove possibile, le opacità necessarie alla "dannosa furbizia" del manager che intende implementare comportamenti opportunistici.

I problemi di asimmetria informativa e il costo eccessivo della finanza esterna possono creare per le imprese restrizioni nell'accesso al credito, cioè vincoli finanziari che ostacolano la crescita e lo sviluppo (Fazzari et al. 1988). Così, le imprese *financial constrained* devono tanto più ricorrere al cash holding, accumulando cash stock, quanto più elevato è il grado di costrizione finanziaria (Almeida et al. 2004), per dotarsi delle risorse finanziarie necessarie. Tuttavia, la costrizione finanziaria non rappresenta l'unica motivazione per il cash holding; a questa si affiancano la volontà di cogliere *growth opportunities* (Myers, Majluf 1984; Keynes 1936; Dittmar et al. 2003), il mantenimento della flessibilità finanziaria (Graham, Harvey 2001), la riduzione di futuri deficit di liquidità (Lins et al. 2010) e degli effetti negativi derivanti dalla volatilità del cash flow (Dittmar et al. 2003).⁴

BOX 1

LA RILEVANZA DELLA LIQUIDITÀ PER LA BUSINESS COMMUNITY

“UNICREDIT, PROFUMO TRANQUILLIZZA I DIPENDENTI: NON CI SONO PROBLEMI DI LIQUIDITÀ”

“I coefficienti di liquidità, sia a breve che a medio termine, superano in maniera significativa i limiti approvati dal cda e quelli richiesti dai regolatori in tutti i paesi in cui operiamo” ... “In particolare, gli stock di liquidità a breve termine sono dieci volte sopra i limiti prima menzionati e garantiscono liquidità al gruppo ben oltre il 2008 senza dover far ulteriore ricorso al mercato” (29 settembre 2008, *Il Sole 24 Ore*).

“E PER I MOTORI LA BREMBO GIOCA LA CARTA DEL BRASILE”

“Brembo ha comprato dalla sudamericana Sawem Industrial il ramo d'azienda per la produzione e la commercializzazione di volani motore per l'industria automobilistica. L'operazione, che ha comportato un investimento di 8,2 milioni di reais (pari a circa 2,8 milioni di euro), è stata portata a termine dalla controllata Brembo do Brasil utilizzando liquidità di questa società già disponibile” (10 gennaio 2009, *Corriere della Sera*).

“GOOGLE IN TEMPO DI CRISI ACCUMULA LIQUIDITÀ, DICE L'AD”

“Google punta ad ‘accumulare’ liquidità mentre resiste alla recessione economica. Non prevede pagamenti di dividendi ma un livello stabile del fatturato realizzando investimenti attraverso il proprio ‘cuscinetto’ di liquidità” (5 marzo 2009, *Panorama*).

“W LA LIQUIDITÀ”

“... A Piazza Affari le società quotate con una posizione finanziaria positiva, cioè quelle senza debiti e con una disponibilità di cassa, sono andate molto meglio della media di mercato. Segno che gli addetti ai lavori sembrano premiare il cash ...” (29 maggio 2009, *Corriere della Sera*).

“FIAT HA LIQUIDITÀ PER 9,4 MILIARDI”

“... Il numero uno del gruppo automobilistico, Sergio Marchionne, ha ricordato che il gruppo può contare su liquidità per 9,4 miliardi di euro a fine settembre e ha ribadito l'obiettivo di chiudere il 2009 con un risultato operativo e un flusso di cassa di oltre un miliardo di euro ...” (26 novembre 2009, *SoldiOnline - Quotidiano Economico e Finanziario*).

“APPLE EARNINGS: WHAT WILL IT SAY ABOUT ITS CASH?”

“... Apple vuole accumulare denaro. Steve Jobs ha detto ripetutamente che la società vuole riservare i soldi per grandi acquisizioni o per altri passi coraggiosi ... è premiante avere un track record importante di essere molto disciplinati con l'uso del denaro” (20 aprile 2011, “Apple Earnings: What Will It Say About Its Cash?”, *The Wall Street Journal*).

“MICROSOFT CONQUISTA SKYPE”

“Oggi Microsoft è arrivata a mettere sul piatto 8,5 miliardi di dollari in contanti, nella maggior acquisizione effettuata nei suoi 36 anni di storia, per accaparrarsi Skype, ... una strategia a 360 gradi tra pc, mobilità e gaming ...” (11 maggio 2011, “Microsoft conquista Skype”, *Il Sole 24 Ore*).

“APPLE INCORONATA PER RISERVE DI LIQUIDITÀ”

“La Apple è in cima alla classifica delle venti aziende americane più cash-flush del 2010. Moody's ha pubblicato il rapporto che tiene traccia dei propri dati nonché degli utili dell'azienda, dicendo che il settore tecnologico ha più denaro in cassa di ogni altro [264 miliardi di dollari in riserve di liquidità ... una cifra che è in crescita del 9%]. Il numero due delle cash-cow è stata Microsoft, seguita da Cisco, Pfizer, Google, General Electric, Johnson & Johnson, General Motors, Intel, Oracle, Ford, Amgen, Boeing, Dell, Chevron, Merck, IBM, ConocoPhillips, Coca-Cola e Bristol-Myers Squibb” (27 luglio 2011, “Apple Takes Crown for Cash Reserves”, *USA Today*).

“L'APPEAL DELLE SOCIETÀ SENZA DEBITI”

“Cash is king’ ... Solo chi non ha un euro, o un dollaro, di debito ha più chance di resistere meglio alla crisi e arginare le ondate di vendite che da giorni colpiscono i listini. ... A Wall Street è caccia grossa: molti broker hanno iniziato ad andare a scovare società con i bilanci che grondano liquidità” (9 agosto 2011, *Il Sole 24 Ore*).

I modelli per la gestione della liquidità, di concerto con le teorie sulla struttura finanziaria, evidenziano il ruolo del cash stock nella pianificazione strategica e nella crescita e nello sviluppo di un'impresa. Al riguardo, nel box 1, sono ricordate alcune notizie pubblicate in vari periodi su quotidiani economico-finanziari.

Da quanto esposto appare evidente l'importanza che manager e imprese attribuiscono alla liquidità e, conseguentemente, alla possibilità di far leva sulle riserve di cash per la normalizzazione e razionalizzazione della gestione operativa dell'impresa e la realizza-

zione di progetti di crescita e sviluppo. Inoltre, la liquidità ha valore segnaletico nei confronti del mercato relativamente alla solidità e alla solvibilità dell'impresa, con effetti positivi sul valore di mercato dei titoli, sul merito di credito e, conseguentemente, sull'accesso ai capitali esterni (caso Unicredit – box 1). Essa può rappresentare un “cuscinetto” utile ad attutire le conseguenze negative in periodi di crisi economica e di difficoltà di accesso al credito (co-

me mostra la strategia adottata da Google – box 1), oppure ancora, può rappresentare uno strumento, talvolta l'unico, per cogliere *growth opportunities* altrimenti negate (come nell'esempio Brembo – box 1). Di conseguenza, le molteplici motivazioni che spingono ad accumulare liquidità sono finalizzate a un unico obiettivo: la creazione e l'accrescimento del valore dell'impresa, pur nella consapevole considerazione delle criticità già evidenziate con riferimento alla teoria dell'agenzia e all'opportunismo manageriale stimolato dal cash stock.

La liquidità ha valore segnaletico al mercato su solidità e solvibilità dell'impresa, con effetti positivi sul valore dei titoli

■ ■ ■ IL CASH HOLDING: CONSEGUENZE E LETTERATURA DI RIFERIMENTO

A partire dal seminale contributo di Keynes del 1936 è possibile individuare lo sviluppo di un filone di ricerca sulla liquidità nel quale possono, per certi versi, inserirsi anche la teoria del Trade-Off (TOT) e la Pecking Order Theory (POT),⁵ le quali, a loro volta, hanno rappresentato la base di partenza per molti studi sul cash holding (Opler et al. 1999; Dittmar et al. 2003; Mikkelson, Partch 2003; Drobertz et al. 2010).


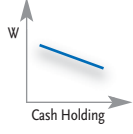

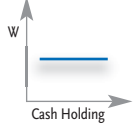
La letteratura di natura empirica riferibile al cash holding si è sinora articolata in due filoni di studi: uno incentrato sulle determinanti del cash holding (Opler et al. 1999; Almeida et al. 2004; Dittmar et al. 2003; Kalcheva, Lins 2007; Harford et al. 2008; Couderc 2005),⁶ l'altro sulla relazione cash holding-valore (Myers, Rajan 1998; Pinkowitz 2000; Pinkowitz, Williamson 2002; Mikkelson, Partch 2003; Dittmar, Mahrt-Smith 2007; Faulkender, Wang 2006; Pinkowitz et al. 2006; Denis, Sibilkov 2007; Drobetz et al. 2010).

Dall'esame dei citati contributi può desumersi che la valutazione della relazione tra cash holding e valore è da considerarsi problematica. Infatti, alcuni autori hanno evidenziato l'esistenza di un punto di ottimo, altri invece hanno sottolineato evidenze a favore della teoria dell'agenzia. Alcuni contributi hanno richiamato la teoria del Trade-Off (Opler et al. 1999), altri la Pecking Order Theory (Dittmar et al. 2003), per rilevare l'esistenza di un livello target di liquidità per le imprese. I contributi scientifici basati sulle

5. La teoria del Trade-Off sostiene l'esistenza di una struttura ottimale del capitale, mentre la teoria del Pecking Order, basata sulla rimozione dell'ipotesi di perfetta informazione, sostiene che le imprese ritengono conveniente ricorrere a forme di finanziamento meno sensibili a problemi di asimmetria informativa.

6. Le variabili considerate nello studio del cash holding sono molteplici e fanno riferimento tanto a caratteristiche descrittive dell'impresa e dell'andamento dell'attività (prospettive e growth opportunity), quanto al contesto istituzionale e di mercato.

teorie del Trade-Off oppure sulle Pecking Order ipotizzano una prevalenza dei benefici del cash holding e, pertanto, la capacità dello stesso di generare valore. Al contrario, i contributi basati sulle implicazioni della teoria dell'agenzia ipotizzano una prevalenza dei conflitti e dei costi di agenzia che, riducendo il valore d'impresa, conducono a una relazione negativa. In non pochi casi è possibile osservare differenze tra ipotesi di ricerca e risultati riscontrati, a conferma della criticità dell'oggetto di analisi e della necessità di ulteriori approfondimenti per giungere a un'interpretazione dei "lati oscuri" che oggi impediscono di esprimere un giudizio univoco sul valore della liquidità. Nella successiva tabella 3 si riporta una sintesi delle tipologie di relazione osservata in alcuni degli studi citati.

TABELLA 3 RELAZIONE FRA CASH HOLDING E VALORE		
Relazione	Descrizione	Autori
Positiva 	La relazione positiva deriva da una prevalenza dei benefici (per es., minore costrizione finanziaria, maggiore flessibilità finanziaria) rispetto ai costi connessi all'accumulo di liquidità. L'impresa ha modo di abbattere i costi di transazione come suggerisce la TOT e, di conseguenza, all'aumentare del cash holding, aumenta la capacità di creazione di valore	Myers, Majluf (1984); Myers, Rajan (1998); Kim et al. (1998); Pinkowitz, Williamson (2002)
Negativa 	La relazione negativa mostra una prevalenza dei costi di agenzia, e del rischio di dissipazione di valore, rispetto ai benefici generalmente associati alla liquidità; conseguentemente, l'aumento del cash holding deprime il valore dell'impresa amplificando l'opportunismo manageriale	Easterbrook (1984); Jensen, Meckling (1976); Blanchard et al. (1994); Opler et al. (1999); Pinkowitz (2000); Dittmar et al. (2003); Kalcheva, Lins (2007); Faulkender, Wang (2006); Couderc (2005)
Non lineare 	Alcuni autori non rilevano una relazione lineare; alcune variabili (corporate governance, asimmetria informativa e altre ancora), entro certi limiti, consentirebbero ai benefici di superare i costi del cash holding; oltre certi valori di cash holding, però, i costi assumono un peso tale da deprimere valore	Lundstrum (2003); Harford et al. (2008)
Nulla 	In alcuni studi di natura empirica, a causa sia della complessità dei mercati di riferimento sia delle tipologie di imprese esaminate, la presenza di cash holding non incide sulle performance delle imprese analizzate, mettendo così in discussione l'esistenza di un legame tra cash holding e valore	Mikkelsen, Partch (2003)

Come appare evidente, sono rinvenibili in letteratura posizioni ben differenziate: una relazione positiva secondo cui la liquidità crea valore è il risultato cui sono pervenuti Myers e Majluf (1984), Myers e Rajan (1998), Kim et al. (1998), Pinkowitz e Williamson (2002), Faulkender e Wang (2003); a una relazione negativa sono giunti Blanchard et al. 1994, Pinkowitz 2000, Dittmar et al. 2003, Opler et al. 1999; altri sollevano in-

terrogativi circa l'influenza degli *agency costs* sul valore e sulla direzione e l'intensità della relazione cash holding-valore (Lundstrum 2003; Harford et al. 2008). La varietà dei risultati potrebbe derivare da variabili che, considerate congiuntamente, modificano gli effetti attesi. Una possibile chiave di lettura del fenomeno è, per esempio, la corporate governance. L'accumulo di cash holding riuscirebbe realmente a creare valore se l'impresa godesse di un buon sistema di corporate governance, oppure se gli azionisti disponessero di idonei strumenti di tutela. In tale direzione, le evidenze empiriche contrappongono la teoria dei costi di transazione e la teoria dell'agenzia, come desumibile dalla tabella 4, in cui sono riassunti alcuni dei principali riscontri empirici.

TABELLA 4 PRINCIPALI RISULTATI EMPIRICI SULLA RELAZIONE FRA CASH HOLDING E VALORE	
Autori	Principali risultati
Myers, Rajan (1998)	Gli autori rilevano la propensione alla detenzione di cash holding, ipotizzando possa dipendere dalla tipologia di asset detenuti nel core business iniziale, e l'impatto sul valore. I risultati mostrano una complessa relazione di difficile definizione, il cosiddetto "paradosso della liquidità"
Pinkowitz (2000)	Si indaga se le politiche anti-takeover abbiano un effetto sul valore del cash stock. Risulta che il mercato dei takeover può incentivare l'accumulo di cash stock che il manager potrebbe giustificare attraverso "ragioni di difesa" dalle scalate, e ciò aumenterebbe potenziali occasioni di distruzione di valore
Pinkowitz, Williamson (2002)	Si studia il valore della liquidità per gli azionisti considerando fattori firm-specific e i connessi vantaggi e svantaggi. In media, gli azionisti ritengono che i benefici connessi all'accumulo della liquidità possano abbattere i costi e superare conflitti di agenzia connessi alla gestione del cash holding
Mikkelsen, Partch (2003)	L'obiettivo è rilevare se una politica di detenzione persistente del cash stock possa incrementare il valore delle performance. I risultati non supportano né la teoria dell'agenzia né quella dei costi di transazione per cui è complesso definire la forza e la direzione della relazione cash holding-valore
Faulkender, Wang (2006)	Gli autori indagano il diverso valore di 1\$ aggiuntivo di cash holding in relazione alle differenti politiche finanziarie adottate nelle imprese. L'evidenza mostra che tale valore diminuisce con l'incremento del cash holding e del debito e man mano che migliora l'accesso al credito esterno
Pinkowitz, Stulz, Williamson (2006)	Gli autori partono dalle assunzioni della teoria dell'agenzia secondo cui il valore del <i>corporate cash holding</i> diminuisce laddove sono riconosciuti scarsi diritti agli azionisti. Risulta che i conflitti di agenzia esercitano un'influenza notevole e negativa sulla capacità di creazione di valore
Dittmar, Mahrt-Smith (2007)	Viene indagato l'impatto della corporate governance sul valore e sull'uso del cash holding. I risultati mostrano una relazione positiva tra qualità della corporate governance e valore del cash holding: una buona corporate governance incrementa il valore di mercato di 1\$ aggiuntivo di cash
Denis, Sibilkov (2007)	Gli autori analizzano il valore del cash holding nelle imprese finanziariamente costrette e non costrette. I risultati mostrano che sebbene emergano benefici del cash holding per entrambe le categorie di imprese, il valore marginale degli investimenti è maggiore per le <i>financially constrained</i>
Drobtz, Gruninger, Hirschvolg (2010)	Gli autori mostrano l'impatto delle asimmetrie informative sul valore del cash holding. I risultati riscontrati supportano le argomentazioni che emergono dalla teoria di Jensen (1986); in presenza di elevata asimmetria informativa i costi sovrastano i benefici riducendo il valore del cash holding e dell'impresa

In alcuni casi si evidenzia come le imprese che accumulano liquidità riescano a registrare un maggior valore di mercato di cash stock incrementale (Dittmar, Mahrt-Smith 2007), oppure una maggiore capacità di superamento dei vincoli finanziari (Denis, Sibilkov 2007). In altri casi, il valore diminuisce nelle imprese che accumulano cash stock (Faulkender, Wang 2006), oppure si riscontrano evidenze a supporto della teoria dell'agenzia (Pinkowitz et al. 2006). Si rilevano, anche, casi in cui appare difficile riscontrare un legame tra cash holding e valore; si tratta di situazioni in cui, confrontando imprese che adottano una diversa politica di gestione della liquidità, non si rileva una corrispondente differenza nel valore delle relative performance. In altri termini, non vi sarebbero evidenze a favore dei benefici (teoria dei costi di transazione) né, tanto meno, dei costi del cash holding (teoria dell'agenzia) (Mikkelson, Partch 2003).

Una possibile chiave di lettura del fenomeno della varietà dei risultati è la corporate governance

■ ■ ■ ANALISI EMPIRICA

È stato in precedenza ricordato che la letteratura non perviene a una visione univoca circa l'esistenza e la direzione del legame tra cash holding e performance, mostrando talvolta una relazione positiva e altre negativa. In altri casi ancora, proprio alla luce dei molteplici costi e benefici generati dalle riserve di liquidità, la relazione appare assente oppure di difficile definizione.

In tale contesto appare non privo di interesse lo studio della relazione tra liquidità e performance delle imprese italiane, caratterizzate dall'operare in un contesto finanziario non ugualmente sviluppato rispetto ad altri; l'obiettivo è verificare la rilevanza dei benefici del cash stock come driver della flessibilità finanziaria, in grado di attenuare problemi di *financial constraints*, sostenere percorsi di crescita e sviluppo aziendale e salvaguardare la sopravvivenza stessa dell'impresa sul mercato. La relazione tra cash holding e performance in Italia è stata indagata utilizzando il seguente modello empirico:

$$\text{Performance} = f(\text{cash holding, variabili di controllo})$$

Attraverso tale modello è possibile rilevare l'impatto del cash holding sulle performance tenendo sotto controllo fattori endogeni rispetto alle imprese, ma anche esogeni come, per esempio, il mercato di riferimento. Quale misura delle performance di impresa è stato utilizzato il ROA, dato dal rapporto fra risultato operativo e attivo totale, mentre il cash stock è stato misurato attraverso il rapporto fra liquidità e attivo totale. Inoltre, per verificare la presenza di un eventuale legame non lineare, è stata inserita nel modello anche la variabile cash stock al quadrato.

L'analisi, riferita all'arco temporale compreso tra il 2006 e il 2009, ha permesso di verificare uno dei benefici più rilevanti del cash holding, ossia la possibilità di supportare le imprese, in special modo nei periodi di recessione. Infatti, le imprese caratterizzate da una maggiore liquidità dovrebbero aver affrontato con più serenità il periodo di *credit crunch* (2008-2009), salvaguardando la propria capacità di sopravvivenza e le proprie performance. Come evidenziato da Brav (2009), le imprese tendono a creare

Le imprese tendono a creare riserve di cash in periodi di sviluppo economico e a utilizzare il cash precedentemente accumulato in periodi di recessione

7. Denis e Sibilkov (2007) hanno mostrato come le imprese con una maggiore disponibilità di liquidità, pur costrette finanziariamente, possono realizzare piani di investimento capaci di aumentare le performance.

riserve di cash in periodi di sviluppo economico e a utilizzare il cash precedentemente accumulato in periodi di recessione. Proprio per tener conto degli anni di crisi, nell'analisi è stata utilizzata una variabile dummy (D_{Crisi}), pari a uno per gli anni 2008 e 2009 e zero negli altri casi. Inoltre, al fine di verificare il differente ruolo del cash holding in periodi di crisi è utilizzata la variabile di interazione ($D_{Crisi} \times CashStock$). La recente crisi finanziaria globale fornisce un'interessante opportunità per verificare qua-

le sia la relazione tra lo stock di risorse interne detenute dalle imprese e le performance aziendali in un periodo in cui la liquidità sui mercati finanziari si è mostrata, in generale, estremamente scarsa. In merito agli effetti più rilevanti della crisi finanziaria del 2008 e 2009 sull'economia italiana, Bassanetti et al. (2009) hanno mostrato che, diversamente da crisi precedenti (crisi petrolifera del 1974-75 e valutaria del 1992-93), si è verificata una più rapida e intensa contrazione del PIL, della produzione industriale e dei consumi. Le conseguenze del periodo di crisi sono state diverse a seconda del settore di appartenenza

(Bugamelli et al. 2009): gli effetti negativi si sono manifestati soprattutto per le imprese del comparto manifatturiero. Al contrario, le public utilities e le imprese della grande distribuzione, presentando la peculiarità di disporre di grande liquidità, sono in generale in grado di sostenere la crescita e la gestione corrente anche nei periodi di maggior restrizione sui mercati finanziari. In termini dimensionali, le imprese più colpite dalla crisi finanziaria sono state sicuramente le piccole e medie imprese (PMI), che hanno dovuto fare fronte a notevoli riduzioni della domanda di beni e al ridimensionamento dei margini nelle filiere di produzione, con conseguente riduzione della capacità di generare autofinanziamento. Nei rapporti con gli istituti di credito, le PMI hanno dovuto sopportare gli effetti negativi del limitato potere contrattuale. Infatti, la contrazione della liquidità disponibile a livello globale ha creato le premesse per una necessaria razionalizzazione degli impieghi bancari; questi sono stati orientati prioritariamente verso imprese di grandi dimensioni caratterizzate, almeno in apparenza, da un più favorevole rapporto tra rischio dell'impiego e rendimento a esso connesso. In tal modo, non potendo accedere a capitali con vincolo di pieno rischio in quanto di norma non quotate, le PMI sono entrate in profonda costrizione finanziaria, amplificata dalla fase negativa del ciclo macroeconomico a causa dell'aumento del differenziale tra il costo delle fonti di finanziamento esterne e interne (Gertler, Hubbard 1998), influenzando così la relazione tra cash holding e performance delle imprese.⁷

Nell'ambito dell'analisi condotta sono state considerate alcune variabili di controllo. La variabile Size, misurata come logaritmo delle attività totali, è stata utilizzata per evidenziare 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 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 Growth Opportunities tiene conto delle opportunità di crescita dell'impresa ed è misurata attraverso il tasso di crescita delle vendite. 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 Working Capital, calcolata come rapporto fra crediti verso clienti più scorte meno debiti verso fornitori diviso attività totali permette di tenere sotto controllo la capacità del ciclo acquisto-trasformazione-vendita di autosostenersi. Fra le altre variabili di controllo è stato infine tenuto conto del ruolo del settore industriale di appartenenza utilizzando variabili dummy in base alla tassonomia Nace Rev. I.I.

Il campione d'analisi

Le PMI sono particolarmente vulnerabili rispetto ad asimmetrie informative e *financial constraints* e pertanto la scelta di cash holding rappresenta per esse un fattore rilevante per la sopravvivenza e lo sviluppo.

Per l'analisi si è fatto riferimento a un campione stratificato in base ai criteri definatori delle PMI adottati dall'Unione Europea⁸ e i dati sono stati estratti dalla banca dati AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende) della Bureau Van Dijk. Il periodo oggetto di studio, come detto, va dal 2006 al 2009. Sono state considerate solo imprese manifatturiere (Codici NACE Rev.I.1),⁹ attive e non coinvolte in processi di fallimento. Il numero di osservazioni per anno è ben bilanciato e tutte le variabili utilizzate nello studio sono basate su valori contabili.

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 5 fornisce informazioni sulle caratteristiche delle variabili utilizzate nell'analisi in termini di media e deviazione standard.

Le PMI sono particolarmente vulnerabili rispetto ad asimmetrie informative e financial constraints

8. Sono state considerate imprese con meno di 250 dipendenti e un fatturato totale annuo inferiore a 40 mln di euro, ma superiore a 2 mln di euro.

9. Al fine di eliminare problemi con gli outliers, dal campione sono state eliminate le code della distribuzione, restringendo il range del campione dall'1% al 99%.

TABELLA 5 | STATISTICHE DESCRITTIVE E MATRICE DELLE CORRELAZIONI

	Media	Dev.St.	1	2	3	4	5	6	7	8
1 ROA	0.062	0.072	1							
2 D_Crisi	0.510	0.499	-0.152*	1						
3 Cash Stock	0.077	0.109	0.304*	-0.007	1					
4 Leverage	0.228	0.191	-0.292*	-0.030*	-0.398*	1				
5 Tangibility	0.279	0.181	-0.221*	0.168*	-0.242*	0.175*	1			
6 Growth Opp.	0.061	0.340	0.201*	-0.294*	0.001	-0.017*	-0.118*	1		
7 Working Capital	0.538	0.211	-0.003	-0.162*	-0.309*	0.214*	-0.319*	0.073*	1	
8 Size	8.766	0.781	-0.120*	0.077*	-0.054*	0.157*	0.196*	-0.073*	-0.034*	1

(*) INDICA UNA SIGNIFICATIVITÀ STATISTICA AL 5%

Inoltre, la tabella 5 mostra anche la matrice delle correlazioni. In generale, i coefficienti di correlazione fra le variabili sono contenuti per cui la validità dei successivi risultati econometrici non sembra essere alterata da problemi di multicollinearità.

Risultati

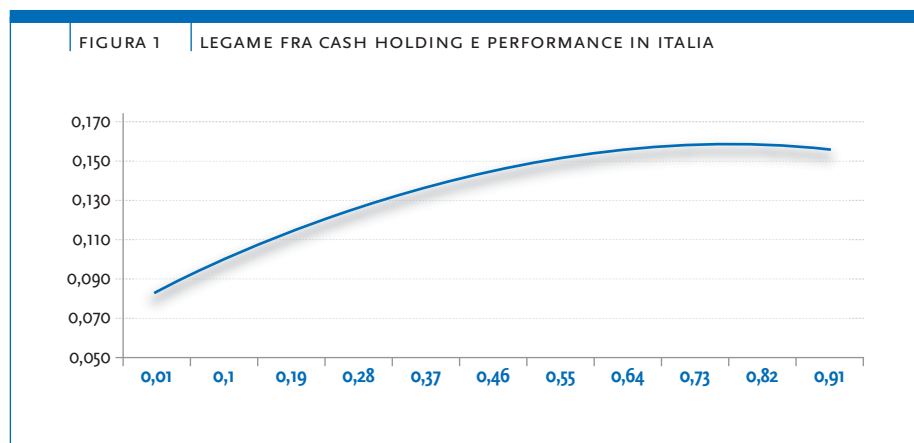
Nella tabella 6 vengono descritti i risultati dell'analisi empirica applicando un'analisi panel.

TABELLA 6 RISULTATI DELL'ANALISI				
Variabili	1 ROA	2 ROA	3 ROA	4 ROA
D_Crisi			-0.0137*** (0.001)	-0.0138*** (0.001)
Cash Stock	0.1455*** (0.012)	0.1968*** (0.013)	0.1326*** (0.013)	0.1772*** (0.015)
Cash Stock ²		-0.1259** (0.045)		-0.1107* (0.057)
D_Crisi × Cash Stock			0.0200*** (0.006)	0.0255 (0.021)
D_Crisi × Cash Stock ²				-0.0114 (0.058)
Leverage	-0.0685*** (0.005)	-0.0657*** (0.005)	-0.0700*** (0.005)	-0.0674*** (0.005)
Tangibility	-0.0266*** (0.006)	-0.0265*** (0.006)	-0.0244*** (0.006)	-0.0243*** (0.006)
Growth Opp.	0.0392*** (0.002)	0.0391*** (0.002)	0.0344*** (0.002)	0.0344*** (0.002)
Working Capital	0.0175*** (0.005)	0.0173*** (0.005)	0.0146*** (0.005)	0.0144** (0.005)
Size	-0.0041*** (0.001)	-0.0041*** (0.001)	-0.0037*** (0.001)	-0.0037*** (0.001)
Intercetta	0.0828*** (0.011)	0.0809*** (0.011)	0.0878*** (0.011)	0.0862*** (0.011)
Dummy Industry	Si	Si	Si	Si
Osservazioni	26,378	26,378	26,378	26,378
R ² corretto	0.184	0.185	0.191	0.192

FRA PARENTESI SONO RIPORTATI GLI STANDARD ERROR CLUSTER ROBUST.
(*), (**), (***) INDICANO LA SIGNIFICATIVITÀ STATISTICA DI CIASCUN COEFFICIENTE A UN LIVELLO DEL 10, 5 E 1%, RISPETTIVAMENTE

La variabile cash holding risulta sempre statisticamente significativa e il coefficiente risultante evidenzia la rilevanza economica di tale variabile nell'influenzare le performance delle imprese. La colonna 1 mostra la prevalente rilevanza, in media, del lega-

me positivo. In realtà, attraverso la colonna 2, si evidenzia che la relazione fra cash holding e performance è non-monotonica, ossia non lineare e approssimabile a una parabola. Per valori bassi di stock di liquidità, il cash holding ha un significativo impatto positivo sulle performance; al contrario, per elevati valori di stock di liquidità, il cash holding sembrerebbe avere un effetto negativo sulle performance. La figura 1 rende meglio evidente tale relazione.



10. Appare evidente che se un'impresa manifatturiera arrivasse a detenere una porzione pari o superiore al 70% dei propri asset in cash, tale liquidità potrebbe deteriorare le performance aziendali.

11. Inoltre, se si considera l'eventuale legame non lineare, il differenziale non appare statisticamente significativo.

Come desumibile dalla figura 1, detenere liquidità migliora le performance delle PMI italiane entro un range abbastanza consistente; al crescere dello stock di cassa, però, il legame positivo tra le due variabili è marginalmente decrescente e diventa addirittura negativo quando lo stock di liquidità è eccessivo.¹⁰

Le colonne 3 e 4 della tabella 6 mostrano un ulteriore interessante risultato. Appare evidente che il periodo di crisi ha influenzato negativamente le performance aziendali. La variabile D_Crisi segnala che le PMI italiane, negli anni 2008 e 2009, hanno fatto registrare performance inferiori dell'1,4%. È possibile notare che il periodo di crisi ha, invece, aumentato l'effetto positivo del cash holding sulle performance, ma non con l'intensità attesa. Infatti, i risultati mostrano un impatto del cash holding sulle performance pari a circa il 13% nel periodo pre-crisi (2006-2007) e del 15% nel periodo della crisi (2008-2009). L'aumento non appare economicamente significativo o, quanto meno, pari al livello atteso; quindi, per le imprese, detenere liquidità in periodi di crisi contribuisce a sostenere le performance aziendali, ma non con l'intensità che ci si potrebbe attendere.¹¹

Pertanto, è possibile concludere che la recente crisi finanziaria ha influenzato negativamente le performance d'impresa *tout court*, ma ha amplificato in maniera contenuta l'effetto positivo fra cash holding e performance.

La crisi finanziaria ha influenzato le performance d'impresa tout court, ma ha amplificato in maniera contenuta l'effetto positivo fra cash holding e performance

■ ■ ■ CONCLUSIONI

Il tema del cash holding ha recentemente acceso un vivace dibattito negli studi manageriali e finanziari e nella *financial community*. Si tratta di un argomento controverso nell'ambito del quale appare fondamentale approfondire la relazione fra cash holding e valore dell'impresa. L'accumulo di liquidità comporta vantaggi e svantaggi: i primi principalmente connessi alla possibilità di superare vincoli finanziari; i secondi derivanti da problemi di opportunismo. Gli effetti della liquidità sul valore sono molteplici e dipendono dalla prevalenza dei benefici rispetto ai costi connessi alle riserve di cash. La letteratura empirica ha mostrato negli anni risultati contrastanti in merito al valore della liquidità aziendale. I riscontri positivi sono in sintonia con la teoria dei costi di transazione e la rilevanza della *financial flexibility*, con un impatto positivo dell'accumulo di cash sul valore aziendale (Kim et al. 1998; Opler et al. 1999; Almeida et al. 2004). Di natura opposta altri riscontri, concordanti con la teoria dell'agenzia, che evidenziano un impatto negativo del cash holding sul valore (Blanchard et al. 1994; Kalcheva, Lins 2007; Harford et al. 2008). In altri casi la relazione appare di difficile definizione (Myers, Rajan 1998; Mikkelsen, Partch 2003; Dittmar et al. 2003).

La variabilità della dimensione dello stock di liquidità appare essere utile strumento per evitare situazioni di tensione finanziaria, soprattutto in contesti economici incerti. I risultati dell'analisi condotta evidenziano la necessità da parte delle imprese di detenere liquidità al fine di generare opportunità, ossia essere in grado di salvaguardare la sopravvivenza dell'impresa in presenza di contingenze negative e cogliere facilmente *growth opportunities*. Nel contesto italiano, in cui è spesso difficile accedere al credito quando serve, le riserve di liquidità sono in grado di accrescere il valore dell'impresa. È opinione diffusa che il supporto finanziario degli istituti di credito sia fondamentale, specie in contesti bancocentrici quale quello italiano; tuttavia, altrettanto condivisa è la convinzione che sarebbe opportuno essere meno dipendenti dal debito bancario, spesso prociclico rispetto alle esigenze delle imprese.¹² In altri termini, l'esposizione verso le banche, pur migliorando la capacità di cogliere opportunità di crescita e di scudo fiscale, presenta comunque elementi importanti di rischiosità, mentre il detenere liquidità, ove possibile, rappresenta un buffer in grado di supportare l'impresa e la cui dimensione deve essere definita in base alle finalità strategiche aziendali. Per esempio, imprese come Ferrero International presentano performance positive e sono state in grado di superare in maniera sostanzialmente indenne il periodo di crisi, mostrando una profittabilità elevata e flussi di cassa rilevanti anche grazie alla sicurezza di poter contare su un "cuscinetto" di riserve di liquidità, nel caso specifico di Ferrero pari a più di 2 miliardi di euro (Radiocor 2009), senza fare necessariamente leva sul debito bancario.

L'analisi empirica, condotta su un campione di PMI italiane ed esposta in questa sede, coerentemente con i risultati ottenuti da alcuni studi precedenti (i.e., Lundstrum 2003; Harford et al. 2008), evidenzia una relazione prevalentemente crescente tra cash holding e valore, con un effetto decrescente solo per livelli molto elevati di liquidità. Inoltre, considerando che una fase negativa del ciclo macroeconomico può generare problemi di costrizione finanziaria (Gertler, Hubbard 1998), la crisi finanziaria del 2008-2009 avrebbe potuto rappresentare un importante snodo, in grado di condizionare la relazione tra cash holding e valore. I risultati ottenuti mostrano che la crisi finanziaria ha avuto un impatto negativo sulle performance aziendali, come era lecito attendersi, ma, allo stesso tempo, ha solo parzialmente influenzato la relazione tra cash holding e

12. Non a caso Bertolt Brecht scriveva che le banche sono quelle istituzioni che offrono insistentemente l'ombrello quando c'è il sole e lo richiedono indietro con urgenza quando si mette a piovere.

performance. Alcuni autori rilevano, infatti, che i vincoli finanziari influenzano il valore del cash holding, spingendo le imprese ad accumulare liquidità (Faulkender, Wang 2006); altri invece non sembrano rilevare un impatto dei *financial constraints* sul valore né un diverso *firm-value* tra imprese finanziariamente costrette e non costrette (Pinkowitz, Williamson 2002; Pinkowitz et al. 2006). Appare chiaro che i vincoli finanziari possono esercitare, dunque, un ruolo discutibile sul valore del cash holding e sulle decisioni delle imprese in merito all'accumulo di liquidità.

Come evidenziato da Fresard (2010), lo stock di cassa ha un ruolo strategico, in grado di influenzare anche il comportamento nel mercato dei prodotti e le strategie competitive. Imprese con maggiori riserve di cash riescono a guadagnare maggiori quote di mercato rispetto ai diretti concorrenti, specialmente se rilevanti sono i problemi di *financial constraint*. Inoltre, riserve di cash possono fungere da deterrente per l'entrata nel business di nuove imprese; ciò discende dalla possibilità, per le imprese già appartenenti al settore specifico e detentrici di riserve di cassa, di competere sul prezzo, almeno nel breve, senza intaccare le probabilità di sopravvivenza, a differenza di eventuali nuovi entranti non sufficientemente attrezzati in termini di liquidità.

Un ultimo spunto di analisi è riconducibile al fatto che le conseguenze sui risultati aziendali di un eccesso di cash stock oppure di una mancanza di liquidità appaiono ben diverse. Un eccesso di disponibilità liquide potrebbe ridurre la creazione di valore in quanto fomenta comportamenti opportunistici da parte di manager e azionisti di controllo; a tale situazione può rimediarsi agevolmente e in tempi rapidi attraverso opportuni sistemi di incentivazione e definite attività di controllo. Avere abbondanza di cash nel proprio stato patrimoniale potrebbe avere, inoltre, effetti diversi a seconda che l'impresa si trovi in un periodo di crescita economica oppure di forte incertezza, magari come negli ultimi anni, caratterizzato da una forte crisi finanziaria. In particolare, in periodo di espansione economica, le disponibilità di cassa potrebbero facilmente condurre a sovrainvestimenti, anche con finalità opportunistiche, mentre in periodi di recessione servirebbero da cuscinetto per poter superare agevolmente la congiuntura negativa.

Al contrario, nel caso di un'insufficiente disponibilità di cassa in periodi di incertezza, l'impresa potrebbe trovarsi nell'impossibilità di intraprendere investimenti e strategie a VAN positivo, rischiando di compromettere la competitività, il valore e la sua stessa sopravvivenza. Tale seconda fattispecie appare meritevole di ulteriore approfondimento empirico in quanto ben più problematica della prima, quella cioè riferita all'eccesso di cassa, non potendosi di norma a essa porre rimedio nel breve.

La relazione fra liquidità e valore può essere condizionata anche da caratteristiche *firm-specific*, da elementi relativi alla corporate governance delle imprese, oltre che da variabili relative al contesto istituzionale e al mercato di riferimento. Per esempio, un inefficiente sistema di corporate governance, accentuando problemi di opportunismo connessi all'accumulo di cash stock, comporterebbe una relazione negativa tra liquidità e valore. In prevalenza, si tratta di variabili intervenienti connesse a fattori indipendenti

Imprese con maggiori riserve di cash riescono a guadagnare maggiori quote di mercato rispetto ai diretti concorrenti

dal controllo aziendale, quali la trasparenza e l'efficienza dei mercati, oppure il livello di protezione legale degli investitori. Pertanto, per dirimere i controversi risultati empirici appare necessario approfondire il ruolo del cash holding condizionato da fattori interni ed esterni all'impresa, attraverso l'introduzione, nei modelli econometrici utilizzati, di variabili d'interazione. In tale contesto, dunque, appare non privo di interesse l'approfondimento volto a individuare le variabili in grado di esercitare influenza sul legame tra cash holding e valore (variabili intervenienti), delineando in tal modo un quadro più completo e univoco circa l'effettivo valore della liquidità; per esempio, definendo quando e in quali contesti o forme organizzative d'impresa il cash stock può apportare benefici superiori ai costi, incrementando così il valore dell'impresa stessa. Questa appare la direzione di ricerca che combina il tema del cash holding con la corporate governance (Kalcheva, Lins 2007; Dittmar, Mahrt-Smith 2007), o con il livello di protezione legale degli investitori e le politiche anti-takeover (Pinkowitz 2000; Harford et al. 2008). Inoltre, lo stock di cash può rientrare nelle politiche finanziarie e nelle scelte di struttura finanziaria, in quanto viene considerato spesso in combinazione con il debito e può essere utilizzato prontamente per far fronte ai pagamenti in scadenza. In particolare, il cash holding è in stretta relazione con il debito in quanto ne influenza la natura e le caratteristiche dei contratti (maturity, pricing e struttura dei covenant). Di estremo interesse, alla luce dei risultati ottenuti nella analisi qui esposta, è il possibile ruolo del cash stock per il superamento dei vincoli finanziari che spesso riducono le possibilità di intraprendere più facilmente investimenti profittevoli, magari cogliendo *growth opportunities* emergenti. In tale ottica il cash stock potrebbe essere interpretato come una variabile in grado di segnalare lo status di costrizione finanziaria nel senso che le imprese si dotano di cash stock elevati per non rischiare di perdere opportunità di sviluppo date le difficoltà di accesso al credito o, in generale, a ulteriori fonti di finanziamento. ■

■ ■ ■ RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Almeida H., Campello M., Weisbach M. (2004), "The Cash Flow Sensitivity of Cash", *Journal of Finance*, 59(4), pp. 1777-1804.
- Bancel F., Mittoo U. (2004), "Cross-country Determinants of Capital Structure Choice: A survey of European firms", *Financial Management*, 33(4), pp. 103-132.
- Bassanetti A., Cecioni A.N., Zevi G. (2009), "Le principali recessioni italiane: un confronto retrospettivo", *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza*, n. 46.
- Bigelli M., Sánchez-Vidal J. (2012), "Cash Holdings in Private Firms", *Journal of Banking and Finance*, 36 (1), pp. 26-35.
- Blanchard O., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1994), "What Do Firms Do with Cash Windfalls?", *Journal of Financial Economics*, 36, pp. 337-360.
- Brav O. (2009), "Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm", *Journal of Finance*, 64(1), pp. 263-308.
- Brealey A.R., Myers S.C., Sandri S. (2003), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- Brounen D., de Jong A., Koedijk C. (2006), "Capital Structure Policies in Europe: Survey evidence", *Journal of Banking and Finance*, 30(5), pp. 1409-1442.
- Bugamelli M., Cristadoro R., Zevi G. (2009), "La crisi internazionale e il sistema produttivo italiano: un'analisi su dati a livello di impresa", *Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza*, n. 58.
- Couderc N. (2005), "Corporate Cash Holding: Financial determinants and consequences", Working Paper, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne.
- Denis D.J., Sibilkov V. (2007), "Financial Constraints, Investment and the Value of Cash Holding", *Review of Financial Studies*, 23, pp. 247-269.
- Dittmar A., Marth-Smith J. (2007), "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 83(3), pp. 599-634.
- Dittmar A., Marth-Smith J., Servaes H. (2003), "International Corporate Governance and Corporate Cash Holding",

- Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 38(1), pp. 111-133.
- Drobetz W., Gruninger M., Hirschvogel S. (2010), "Information Asymmetry and the Value of Cash", *Journal of Banking & Finance*, 34(9), pp. 2168-2184.
- Easterbrook E., Frank H. (1984), "Two Agency-cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, 74, pp. 650-659.
- Faulkender M., Wang R. (2006), "Corporate Financial Policy and the Value of Cash", *Journal of Finance*, 61(4), pp. 1957-1990.
- Fazzari S., Hubbard R., Petersen B. (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1, pp. 141-195.
- Fresard L. (2010), "Financial Strength and Product Market Behaviors: The real effects of corporate cash holdings", *Journal of Finance*, 64, pp. 1097-1122.
- Gertler M., Hubbard R.G. (1988), "Financial Factors in Business Fluctuations", *NBER Working Paper* 2758.
- Graham J., Harvey C. (2001), "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the field", *Journal of Financial Economics*, 60, pp. 187-243.
- Harford J., Mansi S., Maxwell W. (2008), "Corporate Governance and Firm Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, 87(3), pp. 535-555.
- Jensen M. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.
- Jensen M., Meckling W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 306-360.
- Kalcheva I., Lins K. (2007), "International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems", *Review of Financial Studies*, 20, pp. 1087-1112.
- Keynes J. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan Cambridge University Press.
- Kim C., Mauer D., Sherman A. (1998), "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, pp. 335-359.
- Lins K., Servaes H., Tufano P. (2010), "What Drives Corporate Liquidity? An international survey of cash holdings and lines of credit", *Journal of Financial Economics*, 98(1), pp. 160-176.
- Lundstrum L. (2003), "Firm Value, Information Problems and the Internal Capital Market", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 21, pp. 141-156.
- Mikkelsen W., Partch M. (2003), "Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?", *Journal of Financial e Quantitative Analysis*, 38(2), pp. 275-294.
- Modigliani F., Miller M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Finance", *American Economic Review*, 48(3), pp. 291-297.
- Morgan J.P. Research (2005), "Corporates Are Driving the Global Saving Glut", 21 giugno.
- Myers S., Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Informations That Investors Do not Have", *Journal of Financial Economics*, 13(2), pp. 187-221.
- Myers S., Rajan R. (1998), "The Paradox of Liquidity", *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), pp. 733-771.
- Miller M., Orr D. (1966), "A Model of the Demand for Money by Firms", *Quarterly Journal of Economics*, 80, pp. 413-435.
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. (1999), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holding", *Journal of Financial Economics*, 52(1), pp. 3-46.
- Pinkowitz L. (2000), "The Market for Corporate Control and Corporate Cash Holdings", Working Paper, Georgetown University - Department of Finance, Washington.
- Pinkowitz L., Williamson R. (2002), "What Is a Dollar Worth? The market value of cash holdings", Working Paper Georgetown University - Department of Finance, Washington.
- 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), pp. 2725-2751.