



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management
Curriculum amministrazione, finanza e controllo

**STRUTTURA FINANZIARIA E PERFORMANCE:
UN’ANALISI DELLE DIFFERENZE TRA PAESI EMERGENTI
E SVILUPPATI**

**CAPITAL STRUCTURE AND PERFORMANCE: AN
ANALYSIS OF THE DIFFERENCES BETWEEN EMERGING
AND DEVELOPED COUNTRIES**

Relatore: Chiar.mo
Prof. Oscar Domenichelli

Tesi di Laurea di:
Daniela Ettore

Anno Accademico 2019 – 2020

Alla mia Famiglia

RINGRAZIAMENTI

Vorrei ringraziare tutti coloro che mi hanno affiancato nel mio percorso universitario.

Prima di tutto, ringrazio il Prof. Oscar Domenichelli per avermi seguita con attenzione nella realizzazione della mia tesi di laurea, per avermi guidata tramite preziosi consigli e, soprattutto, per avermi fatto appassionare alla finanza aziendale. A Lui la mia più sincera gratitudine ed ammirazione.

Ringrazio poi tutti i Docenti dell'Università Politecnica delle Marche che mi hanno trasmesso le loro conoscenze, permettendomi di arricchire il mio sapere.

Devo poi ringraziare la mia famiglia. Ringrazio mia madre per il dolce e costante supporto e mio padre per la fermezza con cui ha creduto in me, i miei fratelli per avermi sempre incoraggiata a dare il meglio e i miei nonni per il sostegno continuo.

Ringrazio i miei amici di sempre, la mia seconda famiglia, con cui ho festeggiato tutti i traguardi raggiunti fino ad oggi e condiviso la fatica nel raggiungerli. Grazie per avermi sempre sopportata e supportata. Con voi ho vissuto le mie più belle esperienze e so che ne vivrò ancora con voi sempre al mio fianco.

Grazie anche ai miei amici e colleghi di università, per aver reso leggere e felici le giornate di lezione e per il supporto durante tutto il percorso.

A tutti coloro che hanno creduto in me, il mio più sincero Grazie.

INDICE

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO 1: LE TEORIE SULLA STRUTTURA FINANZIARIA	7
1.1. LA STRUTTURA FINANZIARIA OTTIMALE PER I TRADIZIONALISTI.....	7
1.2. LA STRUTTURA FINANZIARIA SECONDO MODIGLIANI E MILLER: LE TRE	
PROPOSIZIONI	11
1.3. EVOLUZIONI DEL MODELLO DI MODIGLIANI E MILLER	17
<i>1.3.1. L'impatto del beneficio fiscale del debito sulla struttura finanziaria</i>	<i>17</i>
<i>1.3.2. La teoria del Trade-off.....</i>	<i>20</i>
<i>1.3.3. I conflitti di agenzia e il loro impatto sulla struttura finanziaria.....</i>	<i>24</i>
1.3.3.1. I conflitti di agenzia tra manager e azionisti	24
1.3.3.2. I conflitti di agenzia tra azionisti e creditori.....	29
1.3.3.3. I conflitti di agenzia tra azionisti di maggioranza e di minoranza.....	31
1.3.3.4. L'impatto della struttura finanziaria sui conflitti di agenzia	34
1.4. LA TEORIA DEL PECKING ORDER	37
1.5. LA TEORIA DEL MARKET TIMING.....	43
1.6. IMPLICAZIONI DELLE TEORIE SULLA STRUTTURA FINANZIARIA NELLA CREAZIONE	
DEL VALORE	47
CAPITOLO 2: LA PERFORMANCE AZIENDALE	51
2.1. LA PERFORMANCE: COME MISURARLA	51
2.2. LE DETERMINANTI DELLA PERFORMANCE.....	65
<i>2.2.1. La performance e i sistemi di corporate governance</i>	<i>66</i>
<i>2.2.2. La performance e le caratteristiche aziendali</i>	<i>72</i>
<i>2.2.3. La performance e gli aspetti industry-specific.....</i>	<i>79</i>
<i>2.2.4. La performance e gli aspetti country-specific.....</i>	<i>83</i>

2.2.5. <i>La performance nei paesi emergenti e sviluppati</i>	89
CAPITOLO 3: LA RELAZIONE TRA STRUTTURA FINANZIARIA E PERFORMANCE NEI PAESI EMERGENTI E SVILUPPATI	97
3.1. RELAZIONE TRA STRUTTURA FINANZIARIA E PERFORMANCE: EVIDENZE	
EMPIRICHE CONTRASTANTI	97
3.2. RELAZIONE TRA STRUTTURA FINANZIARIA E PERFORMANCE NEI PAESI EMERGENTI RISPETTO A QUELLI SVILUPPATI	106
3.2.1. <i>Come il paese d'origine influenza la struttura finanziaria e la performance.</i>	107
3.2.2. <i>Impatto dei fattori istituzionali, legali e culturali sulla relazione</i>	113
3.2.2.1. <i>Nei paesi emergenti</i>	114
3.2.2.2. <i>Nei paesi sviluppati</i>	119
3.2.3. <i>Impatto della crisi finanziaria sulla relazione nei paesi emergenti e sviluppati</i>	125
3.2.4. <i>Impatto della strategia aziendale e dell'intensità competitiva sulla relazione nei paesi emergenti e sviluppati</i>	132
CONCLUSIONI	143
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	149

INTRODUZIONE

Uno dei temi più studiati e dibattuti dagli studiosi teorici ed empirici di Finanza Aziendale è quello della struttura finanziaria. In particolare, essi si sono chiesti e hanno cercato di verificare se esista una struttura finanziaria che massimizzi il valore generato dall'impresa e pertanto possa reputarsi ottimale. Appare quindi interessante approfondire il legame tra struttura finanziaria e creazione del valore che può essere quantificato attraverso misure di performance.

Negli studi effettuati si notano risultati contrastanti nella relazione tra struttura finanziaria e performance. Ciò si verifica a causa del fatto che su questo legame incidono fattori sia interni che esterni all'azienda, primo fra tutti il paese d'origine dell'azienda e gli aspetti country-specific ad esso correlati. Il presente elaborato dunque si concentra sulla relazione tra struttura finanziaria e performance nei paesi emergenti rispetto ai paesi sviluppati.

Lo scopo di questo lavoro è proprio quello di andare a capire come il livello di indebitamento influenzi la performance nei paesi emergenti e nei paesi sviluppati, considerando l'impatto dei fattori istituzionali, legali, macroeconomici e aziendali. Infatti, oggetto dello studio sono proprio le imprese operanti in paesi sviluppati, quali ad esempio Stati Uniti, Giappone, Germania, e quelle operanti invece in paesi emergenti, come ad esempio India e Thailandia. Per paesi emergenti si intendono tutti quegli Stati non ancora completamente sviluppati, nei quali si sta però

verificando una forte crescita. Al contrario, sono da ritenersi paesi sviluppati quelli con economie avanzate ed elevati livelli di reddito pro capite.

L'analisi parte dalle principali spiegazioni teoriche degli effetti del livello di indebitamento sulla performance. La teoria del Trade-off mette in evidenza che la relazione tra struttura finanziaria e performance dipende dal livello di indebitamento adottato dall'impresa: è positiva per livelli bassi di leverage mentre è negativa per livelli più elevati. La teoria dei costi di agenzia sostiene invece che la relazione sia positiva, se si considerano i conflitti tra azionisti e manager, ma che invece sia negativa se si osservano i conflitti tra shareholders e creditori e tra azionisti di maggioranza e minoranza, in quanto l'indebitamento ha un diverso effetto su queste tipologie di conflitto. Negli studi empirici emergono evidenze contrastanti su questa relazione e ciò può essere dovuto all'incidenza delle caratteristiche istituzionali e legali del paese considerato, ma non solo. Infatti, nei paesi emergenti l'indebitamento sembra incidere negativamente sulla performance mentre in quelli sviluppati sembrerebbe prevalere una relazione positiva. L'ipotesi che si vuole discutere è proprio che, a causa dell'incidenza di fattori interni ed esterni all'azienda nei diversi paesi, questa relazione mostra evidenze empiriche contrastanti.

Il presente elaborato è composto da tre capitoli. Il primo è volto ad enunciare le teorie sulla struttura finanziaria, considerando i tradizionalisti, Modigliani e Miller e l'evoluzione delle ipotesi sottostanti alla loro visione, la teoria del Trade-

off, del Pecking Order e del Market Timing. Le teorie sono finalizzate alla ricerca di una struttura finanziaria tramite cui l'impresa possa massimizzare il suo valore e la propria performance. Quest'ultima è approfondita nel secondo capitolo, in cui si considerano la sua misurazione e le sue determinanti, soprattutto con riferimento a quelle diverse dal livello di indebitamento ovvero dalle caratteristiche della struttura finanziaria, poiché tali aspetti verranno trattati successivamente. Inoltre, viene analizzata la performance delle imprese nei paesi emergenti rispetto a quelli sviluppati. È quindi proprio nel terzo capitolo che si va ad approfondire la relazione esistente tra la struttura finanziaria aziendale e la performance, considerando l'incidenza di fattori interni ed esterni all'impresa nei paesi emergenti e in quelli sviluppati.

Lo studio di queste tematiche è stato possibile grazie all'utilizzo di fonti secondarie, in particolare articoli scientifici e manualistica sulla finanza aziendale, che hanno permesso una maggiore conoscenza e consapevolezza dell'argomento trattato.

Un limite riscontrato durante la realizzazione del lavoro fa riferimento alla scarsa presenza di articoli scientifici sulla relazione tra struttura finanziaria e performance nelle imprese familiari e non, tema che potrebbe invece essere di forte interesse, data l'elevata diffusione di questa tipologia di imprese.

Da questo lavoro potrebbero derivare successivi sviluppi empirici che dimostrino l'incidenza di fattori interni ed esterni all'azienda sulla relazione tra struttura finanziaria e performance, nel confronto tra paesi emergenti e sviluppati.

CAPITOLO 1: LE TEORIE SULLA STRUTTURA FINANZIARIA

1.1. LA STRUTTURA FINANZIARIA OTTIMALE PER I TRADIZIONALISTI

Gli studi sulla struttura finanziaria sono volti alla ricerca di una combinazione ottimale di debito ed equity che permetta all'azienda la massimizzazione del suo valore. Si possono individuare diversi approcci negli studi relativi a questa tematica: prima di tutto è possibile considerare la visione dei tradizionalisti, che individuano come struttura finanziaria ottimale quella in grado di minimizzare il costo del capitale. Un altro importante contributo fa riferimento a Modigliani e Miller, i quali sono giunti all'elaborazione di tre proposizioni. In seguito, le ipotesi da essi adottate sono state rivisitate per arrivare alla teoria del Trade-off, che si basa sul bilanciamento tra i costi marginali e i benefici marginali del debito. Partendo dai primi studi, dunque, è possibile approfondire la teoria proposta dai tradizionalisti. Essi individuano una struttura finanziaria ottimale basandosi sulle seguenti ipotesi¹:

- assenza di imposte;
- emissione da parte delle imprese di debito perpetuo e azioni ordinarie;

¹ D. WATSON e A. HEAD, *Corporate Finance Principles & Practice*, quarta edizione, Prentice Hall, pp. 262-263.

- assenza di costi di emissione o di rimborso per la modifica della struttura finanziaria aziendale;
- all'aumentare del debito, l'equity si riduce dello stesso importo;
- il reddito distribuibile è interamente erogato sotto forma di dividendi;
- costanza del rischio operativo di impresa;
- reddito e dividendi costanti nel tempo.

Secondo i tradizionalisti, la struttura finanziaria ottimale si ha quando il costo medio ponderato del capitale (r_{wacc}) è minimo, in quanto questo massimizza il valore aziendale. r_{wacc} prende in considerazione il rendimento richiesto dai creditori (r_d) e dagli azionisti (r_e). Questi rendimenti dipendono dal rischio che il soggetto corre² e il loro andamento, in funzione del livello di indebitamento, può essere osservato nel grafico 1.1. I creditori sopportano soltanto il rischio di fallimento, che subentra quando l'azienda raggiunge un livello di debito sufficientemente elevato. Dunque, il rendimento da essi richiesto è costante per livelli bassi di leverage e remunera la privazione di liquidità, mentre inizia a crescere all'emergere del rischio di fallimento. Per quanto riguarda gli azionisti, questi sopportano, quando l'azienda è finanziata esclusivamente da equity, solo il rischio operativo e dunque il rendimento da essi richiesto remunererà questo rischio e la privazione di liquidità. Al crescere del debito, però, essi sopportano anche il rischio finanziario e successivamente

² D. WATSON e A. HEAD, *op. cit.*, pp. 261-262.

quello di fallimento. È bene specificare che il rischio operativo fa riferimento alla variabilità degli utili operativi e netti, quello finanziario cresce all'aumentare dell'indebitamento in quanto il pagamento degli oneri finanziari va ad assorbire una maggior quantità di utili operativi³ mentre il rischio di fallimento riguarda il rischio di default dell'azienda. Quest'ultima tipologia è subita sia dai creditori sia dagli azionisti ma in misura diversa poiché, in caso di fallimento, i creditori saranno remunerati prima degli azionisti, ai quali spetterà soltanto l'eventuale parte residuale del valore aziendale. Dunque, il rendimento richiesto dagli azionisti risulta essere crescente all'aumentare del debito.

Il costo medio ponderato del capitale, nell'ipotesi di assenza di imposte, è dato dalla formula:

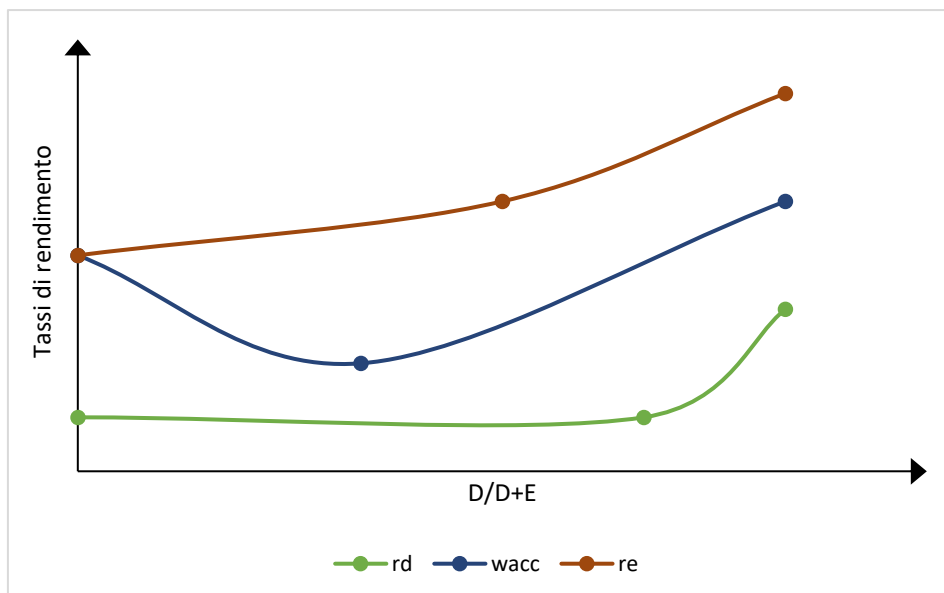
$$r_{wacc} = \frac{D}{D+E} r_d + \frac{E}{D+E} r_e$$

Il suo andamento è, per livelli di debito bassi, decrescente in quanto l'effetto negativo dovuto alla crescita del debito è maggiore di quello positivo dato dalla crescita di r_e . Raggiunge poi il suo punto di minimo, in cui questi due effetti sono perfettamente compensati. Inizia quindi una fase crescente del costo medio ponderato del capitale, in cui l'effetto negativo dovuto alla crescita del grado di indebitamento è più che compensato dall'effetto positivo dovuto alla crescita di r_e e, dopo un certo livello di debito, anche di r_d . I tradizionalisti, come detto,

³ O. DOMENICHELLI, *Le determinanti della struttura finanziaria. Profili teorici ed empirici*, Giappichelli editore, Torino, 2013, p. 56.

individuano la struttura finanziaria ottimale nel punto in cui r_{wacc} è minimo poiché in esso si massimizza il valore aziendale, concepito come attualizzazione dei flussi di cassa futuri generabili dall'impresa, a beneficio di azionisti e creditori. Il grafico 1.1 rappresenta l'andamento del rendimento richiesto da azionisti e creditori e dunque quello di r_{wacc} .

Grafico 1.1: approccio dei tradizionalisti alla struttura finanziaria



Fonte: D. Watson e A. Head, figura 9.5, p. 263.

1.2. LA STRUTTURA FINANZIARIA SECONDO MODIGLIANI E MILLER: LE TRE PROPOSIZIONI

Modigliani e Miller basano i loro studi su ipotesi⁴ che delineano una visione ideale e semplicistica della realtà, quali:

- presenza di mercati perfetti;
- presenza di mercati completi;
- possibilità di individuare classi omogenee di rischio operativo in cui inserire le imprese;
- le opinioni sull'andamento dei titoli sono le stesse per tutti gli investitori;
- presenza di individui razionali.

L'ipotesi di mercati perfetti può essere ulteriormente approfondita. Questi sono infatti caratterizzati da assenza di costi di transazione, imposte, costi di agenzia e restrizioni normative. Inoltre, c'è assenza del rischio di fallimento per le imprese e possibilità di prestare e investire denaro allo stesso tasso privo di rischio. In questi mercati gli operatori sono price takers, gli individui hanno a disposizione le stesse informazioni e sono volti alla massimizzazione della loro utilità.

⁴Z. SWANSON, B. SRINISHI, A. Seetharaman, *The capital structure paradigm. Evolution of debt/equity choices*, Praeger, Westport – Connecticut, London, 2003, p. 14.

Su queste ipotesi Modigliani e Miller basano tre proposizioni:

- 1) il valore di mercato dell'impresa non dipende in alcun modo dalla struttura finanziaria da essa adottata⁵;
- 2) il rendimento richiesto sul capitale proprio (r_e) di un'azienda è uguale all'appropriato rendimento del capitale proprio in assenza di debito (r_{eU}) per quella classe di rischio operativo, più un premio per il rischio finanziario pari al rapporto debito/equity moltiplicato per la differenza tra il rendimento del capitale proprio in assenza di debito e il rendimento del debito (r_d)⁶;
- 3) l'impresa deciderà di intraprendere opportunità di investimento solo se queste permettono di ottenere un tasso di ritorno pari o superiore al rendimento richiesto dagli azionisti in assenza di debito⁷.

La prima proposizione sostiene che il valore di mercato dell'azienda non muti al variare del livello di indebitamento e dunque, per Modigliani e Miller, non esiste una struttura finanziaria ottimale che massimizzi il valore aziendale. Questo può essere spiegato considerando il fatto che un individuo, investendo in azioni e/o obbligazioni, può ottenere lo stesso rendimento che otterrebbe investendo in una società con una qualsiasi struttura finanziaria. La prima proposizione può quindi essere così riassunta:

⁵ F. MODIGLIANI, M. H. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review, Vol. 48, No. 3. (Jun., 1958), p. 268.

⁶ F. MODIGLIANI, M. H. MILLER, 1958, *op. cit.*, p. 271.

⁷ F. MODIGLIANI, M. H. MILLER, 1958, *op. cit.*, p. 288.

$$V_L = V_U$$

Dove V_L è il valore dell'impresa indebitata mentre V_U è il valore di un'azienda che non ricorre al leverage.

Questa proposizione è l'applicazione di un'idea molto semplice che fa riferimento al principio di additività⁸: i valori delle singole parti che compongono un flusso di cassa restituiscono il valore originario se sommati. Da questa legge di conservazione si evince che la natura dei diritti vantati su un'attività non influenza il suo valore. Da qui la prima proposizione di Modigliani e Miller, per i quali il valore dell'impresa non dipende da come essa decide di finanziarsi, cioè dalle fonti di debito o equity. Si può inoltre considerare che gli individui sono in grado di replicare autonomamente il rendimento che può essere offerto da qualsiasi impresa, con qualsiasi struttura finanziaria.

La seconda proposizione invece può essere esplicitata con la seguente formula⁹:

$$r_e = r_{eU} + \frac{D}{E}(r_{eU} - r_d)$$

dove D è il valore di mercato del debito mentre E è il valore di mercato dei mezzi propri.

⁸ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *Principi di finanzia aziendale*, quinta edizione, McGraw-Hill. Pp. 436-437.

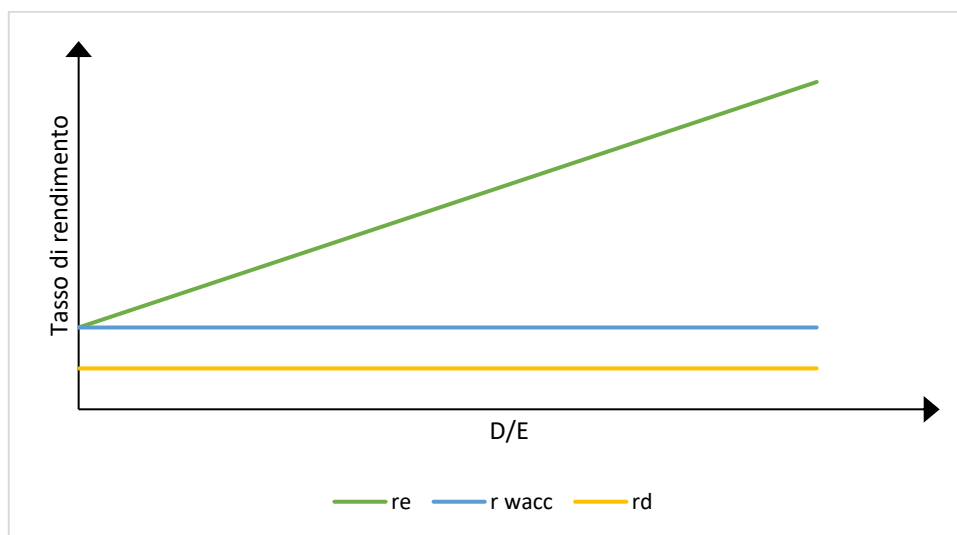
⁹ O. DOMENICHELLI, *op. cit.*, pp. 61-62.

Per spiegare questa formula bisogna considerare che r_{wacc} è costante all'aumentare del debito poichè è dato dal rapporto tra utile operativo, che non dipende da come l'impresa si finanzia ma da come investe, e il valore aziendale che, per la prima proposizione, non dipende dalla struttura finanziaria. Inoltre, dal punto di vista matematico, risulta essere costante perché l'effetto negativo dovuto alla crescita del debito è perfettamente compensato dall'effetto positivo dovuto alla crescita di r_e , che è infatti rappresentato da una retta crescente, come si può osservare nel grafico 1.2. Dunque, quando $D=0$, r_{wacc} coincide con r_{eU} e da questa uguaglianza può essere ricavata la seconda proposizione di Modigliani e Miller¹⁰. Dal grafico 1.2. si può notare che anche il rendimento richiesto dai creditori risulta essere costante perché, per ipotesi, non c'è rischio di fallimento e dunque verrà remunerata solo la privazione della liquidità. Il loro rendimento non dipende dal livello di debito¹¹.

¹⁰ S. A. ROSS, R. W. WESTERFIELD, J. F. JAFFE, G. S. ROBERTS, *Corporate finance*, settima edizione, McGraw-Hill, 2015, p. 474.

¹¹ O. DOMENICHELLI, *op. cit.*, p. 62.

Grafico 1.2.: Rappresentazione della seconda proposizione di Modigliani e Miller



Fonte: O. Domenichelli, figura 2.2., p. 63, da S.A. Ross et al., 1997, p. 519, figura 14.3, con modifiche marginali

Dunque, quando l'impresa modifica la sua struttura finanziaria, questo incide sul rendimento richiesto dagli azionisti e sul loro rischio, ma non sul costo totale del capitale. È possibile considerare anche come la struttura finanziaria incida sul beta¹². I flussi di cassa dell'impresa, così come il rischio, spettano ai suoi azionisti ed obbligazionisti. Se però un singolo individuo possedesse tutti i titoli emessi dall'azienda, ad esso spetterebbe l'intero flusso di cassa e il rischio non sarebbe diviso tra più parti ma verrebbe interamente sopportato da un solo soggetto. Il beta di questo portafoglio sarebbe dato da:

¹² R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, pp. 444-445.

$$\beta_{portafoglio} = \frac{D}{D + E} \beta_D + \frac{E}{D + E} \beta_E$$

Per quanto riguarda invece la terza proposizione, essa ha come conseguenza il fatto che il management dovrà preoccuparsi di individuare gli investimenti che generano valore per l'impresa e per gli azionisti, senza considerare come essi vengano finanziati. Sarà quindi osservato il valore attuale netto (VAN) degli investimenti, dato dalla differenza tra il valore attuale dei flussi di cassa generabili da un investimento e l'investimento iniziale. In particolare, si sceglieranno progetti a VAN maggiore di zero, cioè quelli con un tasso interno di rendimento (TIR) superiore al rendimento minimo r , al di sotto del quale non c'è convenienza ad investire. L'approccio basato sul calcolo del TIR può talvolta rivelare dei difetti¹³. Infatti, può accadere che il flusso di cassa non decresca al crescere del tasso di sconto. In questo caso bisognerà cercare un TIR inferiore al costo opportunità del capitale. Inoltre, il TIR cambia al variare del segno del flusso di cassa e dunque un progetto avrà tanti TIR quanti sono i cambiamenti di segno dei flussi. Bisogna poi considerare che l'impresa si trova spesso a dover scegliere tra progetti che si escludono a vicenda e in questo caso il TIR risulta essere ingannevole. Non è una misura adeguata a valutare progetti di diversa scala o che erogano flussi di cassa diversi nel tempo. Inoltre il TIR non è adeguato qualora ci siano diversi costi opportunità del capitale e non solo uno, come spesso le imprese assumono per

¹³ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, *Principles of Corporate Finance*, 11th Global Edition, McGraw-Hill Education, Maidenhead, pp. 113-118.

semplicità. Proprio a causa di questi difetti, il VAN risulta essere il metodo migliore per le scelte di investimento.

1.3. EVOLUZIONI DEL MODELLO DI MODIGLIANI E MILLER

1.3.1. L'impatto del beneficio fiscale del debito sulla struttura finanziaria

Il mondo di Modigliani e Miller si basa su ipotesi semplicistiche e dunque, a mano a mano che queste vengono rimosse, rivolgendosi ad una visione più realistica, la prima proposizione può essere ulteriormente sviluppata.

Prima di tutto bisogna considerare che non esiste una realtà priva di imposte. Eliminando quindi questa ipotesi, la prima proposizione si modifica come segue¹⁴:

$$V_L = V_U + VA_{RFD}$$

dove VA_{RFD} è il valore attuale del beneficio fiscale del debito. Questo beneficio è dovuto al fatto che per ogni euro di onere finanziario pagato dalla società si riduce di un euro la base imponibile e dunque diminuiscono le imposte in relazione all'aliquota fiscale che grava sull'impresa. Infatti, l'interesse sul debito pagato dalla società è un costo fiscalmente deducibile. Tramite questo beneficio va a ridursi la parte di valore aziendale destinata allo Stato, a vantaggio di azionisti e creditori. Pertanto, questo beneficio può essere calcolato moltiplicando gli oneri finanziari

¹⁴ R. A. BREALEY, S.C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, p. 463.

per l'aliquota di imposta (t_c). In presenza di debito costante e con un tasso risk free, in quanto si è nell'ipotesi di assenza di fallimento, si avrà che:

$$VA_{RFD} = t_c D$$

Si precisa che il costo percentuale del debito al netto delle imposte può essere determinato moltiplicando il tasso di interesse per $(1-t_c)$.

Nella realtà statunitense si può considerare l'esistenza di particolari entità definite "fiscalmente trasparenti"¹⁵, ovvero quelle società che non ottengono dal debito alcun beneficio in quanto le imposte non sono pagate a livello societario ma sono gli investitori ad essere tassati. Il beneficio sarà dunque in capo all'investitore.

Tornando al modello di Modigliani e Miller, la prima proposizione modificata mostra che il valore dell'azienda cresce all'aumentare del debito e quindi potrebbe sembrare che la società abbia convenienza ad accrescere sempre più il livello di indebitamento. In realtà però non è così, come verrà in seguito approfondito.

Rimuovendo l'ipotesi di assenza di imposte, si hanno effetti anche sul costo medio ponderato del capitale e sulla seconda proposizione di Modigliani e Miller. Per quanto riguarda r_{wacc} , è necessario andare a considerare il beneficio fiscale del debito, che incide su r_d . Infatti, si avrà r'_d , dato da $r_d(1 - t_c)$. L'equazione di r_{wacc} diviene:

¹⁵ A. DAMODARAN, O. ROGGI, *Finanza aziendale. Applicazioni per il management*, quarta edizione, Apogeo Education, p. 435.

$$r_{wacc} = \frac{D}{D+E} r_d + \frac{E}{D+E} r_e$$

$$r_{wacc} = \frac{D}{D+E} r_d + \frac{E}{D+E} r_e - \frac{D}{D+E} r_d t_c$$

Il costo medio ponderato del capitale, così modificato, si ridurrà al crescere del debito.

Relativamente alla seconda proposizione di Modigliani e Miller, invece, bisogna andare a considerare il rendimento atteso di un'impresa indebitata, che si ripartisce tra azionisti e creditori. Si avrà dunque l'equazione:

$$V_U r_{eU} + t_c D r_d = E r_e + D r_d$$

Dalla quale si può ricavare la nuova seconda proposizione, data da¹⁶:

$$r_e = r_{eU} + \frac{D}{E} (1 - t_c) (r_{eU} - r_d)$$

Il rendimento richiesto dagli azionisti avrà comunque andamento crescente, ma con una pendenza minore rispetto alla seconda proposizione in assenza di imposte.

Come già accennato, potrebbe sembrare che l'azienda abbia convenienza ad indebitarsi sempre più, poiché all'aumentare del debito cresce il valore aziendale. In realtà, bisogna considerare che il debito non comporta solo vantaggi ma anzi mostra anche alcune criticità¹⁷: se gli oneri finanziari superano il reddito prima della loro detrazione, su tale differenza l'azienda non potrà avvantaggiarsi del beneficio fiscale del debito; inoltre, non è detto che il livello di debito possa essere mantenuto

¹⁶ S. A. ROSS, R. W. WESTERFIELD, J. F. JAFFE, G. S. ROBERTS, *op. cit.*, p. 485.

¹⁷ O. DOMENICHELLI, *op. cit.*, p. 70.

costante; bisogna poi considerare che la società dovrà massimizzare il valore per gli investitori e minimizzare quindi le loro imposte e che per livelli molto elevati di debito subentrerà il rischio di fallimento.

Per quanto riguarda l'aspetto delle imposte, l'impresa sarà volta a minimizzare sia quelle personali sia quelle societarie di azionisti e obbligazionisti. L'obiettivo sarà quello di assumere una struttura finanziaria che permetta la massimizzazione del reddito al netto di tutte le imposte. Per la società sarà conveniente assumere debito se $(1 - t_p)$ è maggiore di $(1 - t_{pE}) * (1 - t_c)$, dove t_{pE} è l'aliquota personale degli azionisti mentre t_p è l'aliquota d'imposta personale sugli interessi.

Inoltre, un altro svantaggio di un livello di debito troppo elevato è il rischio di default. Considerando questo rischio si va ad eliminare un'altra ipotesi del mondo semplificato di Modigliani e Miller, cioè quella relativa all'assenza di fallimento¹⁸.

1.3.2. *La teoria del Trade-off*

Nella realtà il rischio di fallimento non può essere trascurato. La probabilità di default è la possibilità di non avere sufficienti flussi di cassa per onorare i debiti. Contraendo sempre più debito, aumenta fortemente la probabilità di dissesto e quindi i relativi costi iniziano a gravare sul valore aziendale¹⁹. Il dissesto comporta costi che possono distinguersi in diretti e indiretti. Quelli diretti fanno riferimento

¹⁸ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, pp. 467-472.

¹⁹ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, p. 467.

alle procedure concorsuali, quindi sono costi legali ed amministrativi. Più in generale, essi hanno come valore corrispondente tutte le uscite di cassa che vengono sostenute dall'impresa al momento del suo fallimento. Quelli indiretti invece si verificano prima del fallimento, a causa della percezione di una situazione di dissesto. Questi costi sono determinati dai creditori che richiederanno tassi di interesse più elevati, dalla retribuzione del personale aziendale che dovrà essere più elevata per far sì che non abbandonino l'impresa, dai fornitori che richiederanno prezzi più elevati per timore di non essere pagati dall'azienda e dai clienti che si orienteranno verso altre società, che possano garantire con certezza i servizi post-vendita. Bisogna inoltre considerare che i costi del dissesto possono differire in base al tipo di attività: essi saranno maggiori in caso di attività immateriali che sono legate, ad esempio, alla tecnologia e all'immagine del marchio. Come sostenuto da Braeley et al.²⁰, infatti, le imprese del settore farmaceutico, che si basano fortemente sulle attività di R&S, tendono ad avere un basso livello di indebitamento a causa degli elevati costi indiretti del dissesto. Invece, altre tipologie di imprese potranno assumere maggiori livelli di indebitamento, come quelle che possiedono patrimoni facilmente liquidabili, poiché sosterranno minori costi di fallimento.

Eliminando l'ipotesi semplicistica di assenza di rischio di default, si modifica ulteriormente la prima proposizione di Modigliani e Miller, che diventa:

²⁰ R. A. BRAELEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, p. 480.

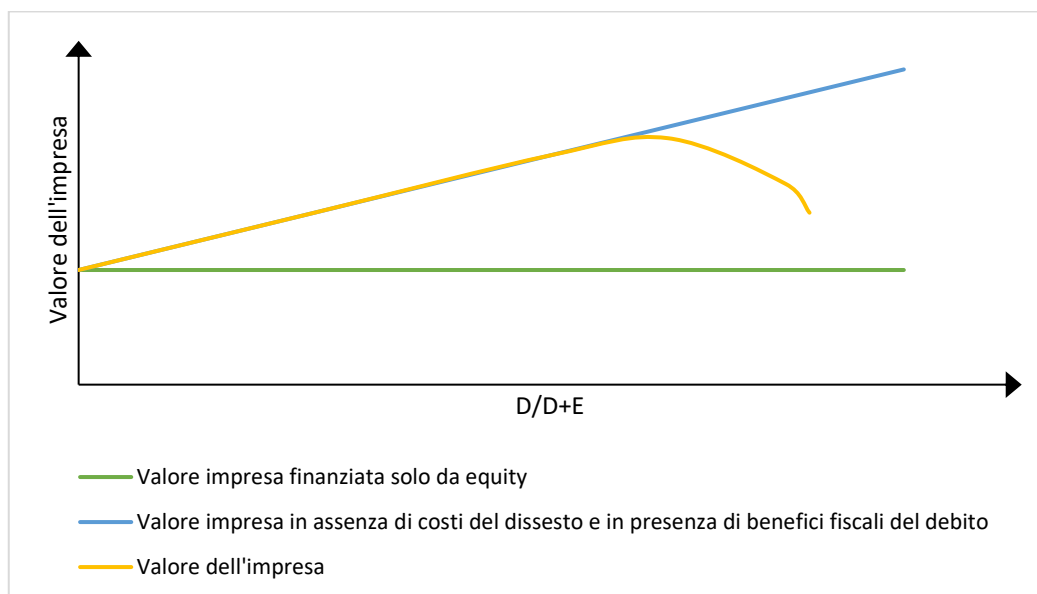
$$V_L = V_U + VA_{RFD} - VA_{CDID}$$

dove VA_{CDID} è il valore attuale dei costi diretti e indiretti del dissesto.

Per livelli di debito bassi, le probabilità di dissesto sono insignificanti e prevalgono i benefici fiscali. All'aumentare dell'indebitamento cresce la probabilità di dissesto e dunque il peso dei suoi costi, che grava sul valore aziendale. Si introduce quindi la Teoria del Trade-off, esposta da Kraus e Litzenberger²¹, secondo la quale il miglior livello di indebitamento è quello in cui il valore attuale del beneficio fiscale incrementale del debito è perfettamente compensato dal valore attuale dei costi diretti e indiretti del dissesto aggiuntivi, andando così a massimizzare il valore aziendale. Il grafico 1.3 mostra che, se non si considerano né i benefici marginali né i costi marginali del debito, il valore dell'impresa è costante all'aumentare del leverage. Considerando invece solo i benefici fiscali, il valore crescerà all'aumentare dell'indebitamento. È però necessario tener conto anche dei costi di fallimento e quindi il valore dell'impresa, dopo un certo livello di leverage, inizierà a decrescere in quanto i benefici marginali saranno minori dei costi marginali. Nella teoria del Trade-off quindi si esce da una visione di mercati perfetti, considerando imperfezioni quali imposte e costi del dissesto che determinano un effetto sul valore aziendale.

²¹ A. KRAUS, R. H. LITZENBERGER, *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, The Journal of Finance, Vol. 28, No. 4 (Sep., 1973), p. 918.

Grafico 1.3: rappresentazione della Teoria del Trade-off



Fonte: O. Domenichelli, figura 2.6., p.73, da Brayley et al., 2011, figura 19.2, pag. 489, con piccole modifiche

Nella scelta di ricorso all'indebitamento si può considerare anche una prospettiva comportamentale²²: i manager spesso tendono ad essere troppo ottimisti e fiduciosi nelle loro capacità e dunque tendono ad assumere livelli di debito troppo elevati, sopravvalutandone i benefici marginali e non considerando il rischio di default. Questo comportamento può essere in parte attenuato dalle banche, che limitano la concessione di prestiti, ma soprattutto dalle società di rating che valutano l'effettiva solvibilità dell'impresa.

²² A. DAMODARAN, O. ROGGI, *op. cit.*, p. 458.

1.3.3. I conflitti di agenzia e il loro impatto sulla struttura finanziaria

Il modello di Modigliani e Miller può essere ulteriormente modificato se si vanno a considerare i costi e i benefici che derivano dai conflitti di agenzia. Questi conflitti sono approfonditi da Jensen e Meckling²³ e si configurano quando il principale delega all'agente lo svolgimento di una determinata attività per suo conto. In questo rapporto possono verificarsi comportamenti opportunistici da parte dell'agente nei confronti del principale. Jensen e Meckling considerano come costi di agenzia quelli relativi al monitoraggio, quindi alle attività poste in essere dal principale per ridurre i comportamenti opportunistici, i bonding costs, che fanno riferimento ad attività svolte dall'agente per dimostrare la sua trasparenza e correttezza, e le perdite residuali, cioè quei costi appunto ineliminabili dovuti al fatto che il principale delega lo svolgimento di un'attività all'agente. Si possono individuare tre tipologie di conflitto di agenzia: tra azionisti e manager, tra azionisti e creditori, tra azionisti di maggioranza e di minoranza.

1.3.3.1. I conflitti di agenzia tra manager e azionisti

I conflitti di agenzia tra azionisti (principali) e manager (agenti) sono deboli quando in azienda sono presenti pochi azionisti, che sono quindi incentivati a sopportare l'onere del controllo sui manager, e possono perfino essere inesistenti

²³ M. C. JENSEN, W. H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial management*, 3(4), pp. 308-310.

quando azionista e manager coincidono nella stessa persona. Questi conflitti sono invece forti quando c'è una netta distinzione tra le funzioni di gestione, controllo e proprietà.

Bisogna sottolineare che il management subisce il rischio di impiego non diversificabile²⁴, ovvero il rischio di perdere il lavoro, la reputazione professionale e la ricchezza investita in azienda. Per ridurre questo rischio sarà dunque portato ad attuare comportamenti opportunistici²⁵ ai danni degli azionisti (principali). Queste azioni possono concretizzarsi in una riduzione dello sforzo da parte del management, il quale non ricercherà nuovi progetti che possano incrementare la ricchezza degli shareholders, oppure nell'appropriazione di fringe benefits. Inoltre i manager possono attuare politiche di crescita dell'azienda, senza che ce ne sia il reale bisogno, poiché questo consente loro di ottenere benefici di immagine e di far carriera, oppure possono investire in ambiti dove sono strettamente necessarie le competenze da essi esclusivamente possedute, in modo da proteggersi dal rischio di licenziamento. Altri comportamenti opportunistici riguardano la rinuncia al rischio, che prevede che il manager non effettui investimenti rischiosi, anche se questi permetterebbero di accrescere il valore aziendale, o la rinuncia ad un elevato livello di indebitamento, poiché questo aumenterebbe il rischio di fallimento e

²⁴ Y. AMIHUD, B. LEV, *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*, in *The bell journal of economics*, 12(2), 1981, p. 605.

²⁵ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, p. 264.

ridurrebbe il cash flow nelle mani dei manager. Inoltre, essi possono essere retribuiti sulla base del reddito contabile, il quale può essere accresciuto a loro discrezione.

I sistemi di monitoraggio si configurano nell'ambito della corporate governance, volta ad equilibrare gli interessi degli stakeholders coinvolti in azienda. In letteratura sono presenti diverse definizioni di corporate governance. Ad esempio, Abor e Biekpe²⁶ la definiscono come il processo e la struttura utilizzati per dirigere e gestire l'impresa al fine di accrescere prosperità e responsabilità e generare valore nel lungo periodo per gli azionisti, prendendo in considerazione anche gli interessi degli altri stakeholders. Bisogna considerare che gli azionisti possono intervenire per monitorare l'operato dei manager sostanzialmente tramite due meccanismi: l'assemblea annuale e il consiglio di amministrazione²⁷. Nelle assemblee annuali, gli azionisti esprimono il proprio giudizio sulla gestione della società. Spesso però gli azionisti non partecipano a queste assemblee, rinunciando ad esercitare il diritto di voto per delega, perché comunque i manager sono in una situazione di vantaggio. Inoltre, gli investitori, quando non sono soddisfatti dalla gestione manageriale, spesso propendono per una vendita di quelle azioni piuttosto che per l'intervento finalizzato al miglioramento della gestione e alla riduzione dei

²⁶ J. ABOR e N. BIEKPE, *Does corporate governance affect the capital structure decisions of ghanian SMEs?*, working paper presented at Biennial Conference of the Economic Society of South Africa, Durban, South Africa, September 2005, p. 1.

²⁷ A. DAMODARAN, O. ROGGI, *op. cit.*, p. 20.

conflitti di interesse. Per quanto riguarda invece il Consiglio di Amministrazione, i suoi componenti, di solito eletti dall'assemblea degli azionisti, possono essere dipendenti, manager o ex dipendenti e, se la loro presenza è forte all'interno del consiglio, il monitoraggio non è adeguato poiché non possono essere i manager a controllare il loro stesso operato. Possono essere membri anche soggetti che hanno, ad esempio, rapporti d'affari con la società e quindi non sono del tutto indipendenti, o anche soggetti che non hanno alcun tipo di legame con l'azienda. L'attività di monitoraggio dovrebbe essere svolta principalmente da questi ultimi, per garantire l'oggettività della valutazione. In realtà, però, questi soggetti indipendenti talvolta partecipano a più consigli quindi il loro operato in ognuno di essi è limitato. Si può poi considerare che il potere degli azionisti di agire sulla gestione del management dipende anche dalla ripartizione dei diritti di voto²⁸. Infatti, spesso è possibile distinguere tra azioni ordinarie con diritto di voto e azioni con diritto di voto limitato. Se sono i manager a detenere le azioni che conferiscono maggior diritto di voto, questo va a svantaggio degli altri azionisti. Bisogna poi considerare che gli investitori istituzionali possono assumere un atteggiamento passivo, vendendo le azioni in caso di insoddisfazione, o un comportamento attivo, che va ad agire sulla gestione aumentando il potere degli azionisti nei confronti dei manager. Dunque, il controllo sui manager sarà tanto più efficace quanto più saranno attivi gli azionisti

²⁸ A. DAMODARAN, O. ROGGI, *op. cit.*, p. 22.

e quanto maggiore sarà la loro porzione di azioni con maggiori di diritti di voto rispetto a quella dei manager. Ulteriori modalità di monitoraggio possono far riferimento a sistemi di incentivo basati sulle performance aziendali o alla retribuzione tramite stock options. In quest'ultimo caso i manager ottengono il diritto di acquistare in futuro azioni a un prezzo fisso e quindi saranno interessati ad accrescere il valore economico del capitale proprio. Questo però può esacerbare gli altri conflitti. Le attività di monitoraggio possono essere migliorate tramite l'aumento del potere degli azionisti, che può avvenire con la diffusione di informazioni più dettagliate sull'operato del management o favorendo una loro significativa partecipazione nella gestione. Come già detto, le attività di monitoraggio rappresentano un costo insieme a quelli di incentivo, bonding e alle perdite residuali. Secondo Jensen e Meckling, questi costi di agenzia sono tanto maggiori quanto più è difficile sostituire i manager: se per le loro responsabilità non sono richieste particolari competenze specializzate e se i costi di sostituzione non sono troppo elevati, i manager possono essere facilmente sostituiti e questo riduce i costi di agenzia. Bisogna inoltre dire che quanto più sono svolte attività di monitoraggio tanto più si riduce il conflitto di agenzia. Tuttavia, si determinerà una crescita dei costi relativi alle attività da porre in essere per il monitoraggio, anche se queste permetteranno di ridurre i comportamenti opportunistici dei manager nei confronti degli azionisti, riducendo la perdita residuale. Pertanto, la riduzione o incremento netto dei costi di agenzia dipenderà dal peso dell'aumento dei costi di

monitoraggio rispetto a quello della riduzione della perdita residuale. Esiste però un altro modo di diminuire questo conflitto ovvero il ricorso all'indebitamento, come si vedrà in seguito.

1.3.3.2. I conflitti di agenzia tra azionisti e creditori

I conflitti tra creditori (principali) e azionisti (agenti) sono particolarmente evidenti in caso di presenza di un concreto rischio di fallimento. In questi conflitti gli azionisti potranno attuare comportamenti opportunistici nei confronti dei creditori e, in particolare, come evidenziato da Jensen e Meckling²⁹, far ricorso al sovra-investimento o, come approfondito da Myers³⁰, al sotto-investimento. Nel primo caso, bisogna considerare che in presenza di fallimento ai creditori potrà essere restituito, al massimo, il valore dei loro crediti mentre agli azionisti spetterà l'eventuale parte residuale del valore aziendale. Nel caso in cui il valore dell'attivo sia sufficiente a rimborsare solo i creditori, gli azionisti non riceveranno nulla e dunque saranno portati a sovra-investire, ovvero a realizzare un investimento rischioso, il quale potrebbe accrescere fortemente il valore aziendale, andando a loro vantaggio, oppure ridurlo notevolmente. Nel caso di una riduzione, gli azionisti non avranno alcun danno poiché comunque il valore aziendale non sarebbe stato

²⁹ M. C. JENSEN, W. H. MECKLING, *op. cit.*, pp. 333-343.

³⁰ S. C. MYERS (1977), *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, 5, 1977, pp. 148-149.

sufficiente a recuperare il loro investimento, ma i creditori saranno fortemente danneggiati in quanto vedranno ridursi la parte ad essi spettante. In generale, gli obbligazionisti sono maggiormente avversi ad investimenti rischiosi, proprio perché ad essi spetta una somma fissa e dunque non beneficiano dell'elevata redditività che un progetto può determinare. Al contrario, partecipano ai costi di un investimento sfavorevole. Il sotto-investimento invece si verifica quando gli shareholders decidono di non effettuare un investimento il cui surplus andrebbe a beneficio dei creditori. Queste due attività rappresentano quindi comportamenti opportunistici, insieme anche ad altre come la distribuzione straordinaria di utili, l'assunzione di nuovo debito garantito dal patrimonio aziendale e il ritardo nel processo di liquidazione³¹.

I creditori potranno tutelarsi tramite attività di monitoraggio, specifiche clausole contrattuali o tramite l'aumento dei tassi di interesse richiesti. Per quanto riguarda le clausole contrattuali, esse sono dette *bond covenant*³² e possono avere come fine la limitazione delle politiche di investimento, in quanto investimenti molto rischiosi determinano un passaggio di ricchezza dagli obbligazionisti agli azionisti, o la limitazione delle politiche di distribuzione dei dividendi, poiché un loro aumento comporta una riduzione del prezzo obbligazionario a svantaggio dei creditori, o la limitazione di finanziamenti nuovi, per i quali è richiesto il consenso

³¹ O. DOMENICHELLI, *op. cit.*, p. 82.

³² A. DAMODARAN, O. ROGGI, *op. cit.*, p. 60.

degli obbligazionisti. Questa tipologia di conflitto emerge infatti anche in relazione alla scelta delle modalità di finanziamento di nuovi progetti³³: gli azionisti sono orientati verso l'emissione di nuovo debito, dando priorità a questi nuovi creditori, a svantaggio di quelli esistenti. Per quanto riguarda invece l'erogazione di liquidità tramite dividendi o riacquisto di azioni proprie, gli obbligazionisti preferirebbero che l'impresa trattenesse liquidità per onorare i suoi debiti. Anche in questa tipologia di conflitto i costi fanno riferimento a monitoraggio, bonding e residual loss.

1.3.3.3. I conflitti di agenzia tra azionisti di maggioranza e di minoranza

Nei conflitti tra azionisti di maggioranza (agenti) e quelli di minoranza (principali) si possono verificare attività di tunneling³⁴, con le quali gli agenti sottraggono valore ai principali. Johnson et al. definiscono il tunneling come attività tramite cui si trasferiscono risorse dell'impresa agli azionisti di controllo. Queste possono concretizzarsi in pratiche illegali e nell'aumento della quota di proprietà degli azionisti di maggioranza, tramite minority freeze-outs, insider trading e creeping acquisitions. In particolare, le attività di minority freeze-outs consistono nel portare gli azionisti di minoranza a vendere le proprie azioni mentre le creeping

³³ A. DAMODARAN, O. ROGGI, *op. cit.*, p. 443.

³⁴ S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES e A. SHLEIFER, *Tunneling*, in AEA papers and proceedings, 90(2), 2000, p. 22.

acquisitions permettono di acquisire partecipazioni azionarie tramite l'acquisto diluito di piccoli quantitativi di azioni. L'insider trading si basa sull'asimmetria informativa e si verifica quando gli azionisti di controllo hanno informazioni riservate e non di pubblico dominio e dunque questo permette una posizione privilegiata rispetto agli altri investitori. Le attività di tunneling ritenute illegali sono spesso frodi e si verificano più spesso nei paesi con minore tutela legale dell'investitore. La legge vieta queste attività in molti paesi e nel valutare la condotta sono spesso applicati due principi: "duty of care", che riguarda la responsabilità degli amministratori e dunque degli azionisti che ricoprono tale ruolo, e "duty of loyalty" che si riferisce ai conflitti di interesse e prevede un comportamento leale degli azionisti di controllo nei confronti di quelli di minoranza³⁵. Johnson et al. notano che le attività di tunneling, legali e illegali, si verificano sia nei paesi emergenti che in quelli sviluppati. Nelle pratiche legali o quanto meno al limite della legalità rientrano, ad esempio, il trasferimento di attività dall'impresa agli azionisti di maggioranza a prezzi non di mercato, prestiti aventi come garanzia beni aziendali e possono assumere anche la forma di transazioni finanziarie. Inoltre, gli autori evidenziano differenti approcci al tunneling tra paesi basati sulla civil-law e paesi che invece fanno riferimento alla common-law. Nei primi spesso le attività di espropriazione sono viste come coerenti con i doveri degli

³⁵ S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES e A. SHLEIFER (2000), *op. cit.*, p. 23.

amministratori, soprattutto se gli azionisti di maggioranza sono società del gruppo. Questi comportamenti sono valutati nell'ottica della loro conformità agli statuti e non considerando le conseguenze che hanno nei confronti degli azionisti di minoranza. Al contrario, nei paesi basati sulla common-law si pone maggiore attenzione nella tutela degli azionisti di minoranza. Queste differenze nei sistemi legali determinano differenti scelte di finanziamento nei vari paesi³⁶.

Si può poi riflettere sul fatto che i membri del Consiglio di Amministrazione siano spesso scelti dagli azionisti di controllo e dunque faranno i loro interessi. Questo significa inoltre che gli azionisti di maggioranza potranno controllare direttamente l'operato dei manager, riducendo così i loro comportamenti opportunistici, e potranno ottenere informazioni private da sfruttare a proprio vantaggio ai danni degli azionisti di minoranza³⁷.

Questa tipologia di conflitti è tanto più forte quanto più gli azionisti di maggioranza hanno diritti di controllo sull'impresa rispetto ai diritti sui flussi di cassa. I diritti di controllo, secondo Faccio e Lang³⁸, possono essere ottenuti tramite le strutture piramidali, partecipazioni incrociate e dual class share, le quali amplificano il diritto di voto degli azionisti di maggioranza. Inoltre, il conflitto cresce all'aumentare della presenza di azionisti di maggioranza nel management e,

³⁶ S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES e A. SHLEIFER (2000), *op. cit.*, p. 26.

³⁷ Y. NURIM, SUNARDI, R. RAHARTI, *The Type I Versus Type II Agency Conflict on Earnings Management*, Jurnal Dinamika Manajemen, 8 (1), 2017, p. 49.

³⁸ M. FACCIO e L. H. P. LANG, *The ultimate ownership of Western European corporations*, in Journal of Financial Economics, 65, 2002, pp. 366-367.

come già evidenziato, al ridursi del grado di protezione legale garantito agli azionisti di minoranza³⁹.

1.3.3.4.L'impatto della struttura finanziaria sui conflitti di agenzia

Per valutare come i conflitti di agenzia incidano sul valore creabile dall'impresa, bisogna considerare come essi varino all'aumentare del debito. Per quanto riguarda i conflitti tra azionisti e manager, essi si riducono all'aumentare dell'indebitamento poiché si riduce il cash flow a disposizione dei manager e dunque anche la possibilità per essi di avere comportamenti opportunistici nei confronti dei principali. Infatti, quando i manager hanno a disposizione elevate quantità di free cash flow, tenderanno ad investire in progetti con NPV (Net Present Value) negativo piuttosto che erogare liquidità agli azionisti tramite dividendi. Un aumento del debito comporta quindi una riduzione dei conflitti tra manager ed azionisti e ciò accresce il valore aziendale poiché i benefici di agenzia del debito aumentano.

Il conflitto tra azionisti e creditori, invece, cresce all'aumentare del debito poiché ciò amplifica il risultato di comportamenti opportunistici dei primi nei confronti dei secondi. Inoltre, sostituendo l'equity con il debito, la proprietà si concentra nelle mani di pochi soci, i quali potranno scegliere i componenti del

³⁹ R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE SILANES, A. SHLEIFER, R. W. VISHNY, *Legal determinants of external Finance*, in *The Journal of Finance*, 52 (3), 1997, p. 1149.

Consiglio di Amministrazione che faranno i loro interessi, a discapito dei creditori. Dunque un aumento del debito comporta, in questo caso, una crescita dei costi di agenzia che impattano negativamente sul valore aziendale.

Anche i conflitti tra azionisti di maggioranza e di minoranza, e quindi i costi connessi, crescono all'aumentare del peso del debito in quanto si ha una maggiore concentrazione dell'ownership, che può realizzarsi, per esempio, attraverso operazioni di riacquisto che coinvolgano essenzialmente il segmento degli azionisti di minoranza, indipendentemente dal fatto che tali operazioni siano finanziate o meno da nuovo debito. Anche in questo caso, un maggior indebitamento comporta una riduzione del valore aziendale dovuto alla crescita dei costi di agenzia del debito.

Nell'analizzare l'impatto della struttura finanziaria sul valore aziendale bisogna quindi considerare, in un contesto di massimizzazione della ricchezza aziendale, sia il valore attuale dei costi (VA_{CAD}) che dei benefici (VA_{BAD}) di agenzia del debito. In particolare, i benefici fanno riferimento al fatto che all'aumentare del debito si riduce il conflitto tra azionisti e manager mentre i costi si determinano poichè, con un crescente indebitamento, aumentano i conflitti tra azionisti e creditori e tra azionisti di maggioranza e di minoranza. L'equazione dunque diventa⁴⁰:

⁴⁰ J. BERK, P. DEMARZO, *Finanza aziendale 1*, Pearson Paravia Bruno Mondadori S.p.a., Milano. 2008a, p. 528.

$$V_L = V_U + VA_{RFD} - VA_{CDID} + VA_{BAD} - VA_{CAD}$$

Si individua un livello di indebitamento ottimale nel punto in cui i costi marginali del debito sono perfettamente compensati dai benefici marginali del debito, in corrispondenza del quale si massimizza il valore aziendale. Per livelli di debito inferiori a quello ottimale si ha una situazione di sotto-indebitamento, in cui il valore dell'impresa cresce all'aumentare del leverage. Al contrario, dopo il livello ottimale si ha una situazione di sovra-indebitamento, in cui il valore dell'impresa decresce all'aumentare del leverage. Si nota quindi che il debito ha due vantaggi, ovvero il beneficio fiscale e la riduzione dei conflitti tra manager e azionisti. Gli svantaggi invece, in termini di impatto sul valore aziendale, riguardano i costi del dissesto e l'aumento dei conflitti tra azionisti e creditori e tra azionisti di controllo e di minoranza. Come per i costi del dissesto, anche i costi di agenzia possono differire in base alle attività dell'impresa a cui si fa riferimento: sono elevati nelle aziende che investono in attività immateriali, come ad esempio in ricerca e sviluppo, in quanto in esse è difficile monitorare il comportamento dell'agente poiché gli insiders custodiscono gelosamente le informazioni su queste attività, cercando di non farle trapelare all'esterno. Questa difficoltà nel monitoraggio non permette di attenuare i conflitti e dunque questo accrescerà i costi di agenzia con un impatto riduttivo sul valore aziendale.

1.4. LA TEORIA DEL PECKING ORDER

Un'altra teoria che può essere considerata nell'ambito della struttura finanziaria fa riferimento al Pecking Order⁴¹ che, rispetto all'ipotesi di mercati perfetti, considera la presenza di asimmetria informativa tra soggetti interni ed esterni all'impresa. Questa asimmetria comporta il ricorso all'equity da parte dell'azienda solo come ultima possibilità. Infatti, quando l'azienda emette azioni sul mercato per ottenere un nuovo finanziamento, queste possono essere sopravvalutate o sottovalutate. Nel caso di una sopravvalutazione ci sarà passaggio di ricchezza dagli azionisti nuovi a quelli già esistenti, mentre il passaggio inverso avverrà in caso di azioni sottovalutate. Myers e Majluf basano i loro studi sull'individuazione di tre possibili comportamenti da parte dei manager in presenza di asimmetria informativa: nel primo caso, essi potrebbero agire nell'interesse di tutti gli azionisti, ignorando i conflitti tra vecchi e nuovi; in un secondo caso, i manager potrebbero agire nell'interesse degli azionisti vecchi, presupponendo che essi assumano un comportamento passivo; in un terzo caso, invece, i manager potrebbero agire nell'interesse degli azionisti vecchi ma supponendo che essi assumano un comportamento attivo, che preveda il ribilanciamento del loro portafoglio in funzione delle informazioni che ottengono. Se i manager agissero nell'interesse degli azionisti vecchi, l'azienda avrebbe convenienza ad emettere

⁴¹ S. C. MYERS, N. S. MAJLUF, *Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-195.

azioni qualora esse fossero sopravvalutate e quindi tale emissione passerebbe automaticamente sul mercato un messaggio di sopravvalutazione, che determinerebbe una riduzione del prezzo, della ricchezza dei vecchi azionisti e un incremento della percentuale di controllo per i nuovi⁴². Dunque l'azienda, data questa asimmetria informativa tra soggetti interni ed esterni, cercherà di non ricorrere all'equity se non come ultima scelta. Si configura quindi una gerarchia di preferenza nelle fonti di finanziamento⁴³: prima di tutto l'azienda prediligerà l'autofinanziamento, successivamente si rivolgerà al debito e poi a forme ibride di debito-equity e, solo come ultima possibilità, all'equity. Dunque, si preferiranno le fonti interne a quelle esterne e, in caso di ricorso a quelle esterne, si preferirà il debito all'equity. Il ricorso all'autofinanziamento prevale sulle fonti esterne perché permette ai manager di scegliere gli investimenti indipendentemente da come il mercato valuta i suoi titoli.

Si nota però che non in tutte le realtà questa gerarchia è rigidamente rispettata e si delinea quindi il Pecking Order "allargato"⁴⁴. Questa teoria va ad approfondire la sequenza gerarchica delle fonti di finanziamento per le imprese che utilizzano nuove tecnologie, piccole e medie imprese, mercati finanziari dei paesi sviluppati e in fase di transizione e relativamente al ciclo di vita dell'impresa.

⁴² O. DOMENICHELLI, *op. cit.*, p. 87.

⁴³ S. C. MYERS, *The Capital Structure Puzzle*, in *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, 1984, p. 581.

⁴⁴ O. DOMENICHELLI, *op. cit.*, p. 95.

Hogan e Hutson⁴⁵ concentrano la loro attenzione sulla struttura finanziaria delle aziende che utilizzano nuove tecnologie, notando la preferenza del ricorso alle fonti interne rispetto a quelle esterne. Essi evidenziano che, nell'utilizzo delle fonti esterne, queste imprese ricorrono maggiormente all'equity rispetto al debito, al contrario di quanto previsto dalla teoria del Pecking Order. Questo può essere spiegato considerando che il problema della selezione avversa è molto forte per queste imprese, in quanto hanno tempi di consegna del prodotto più lunghi e perciò richiedono maggiori finanziamenti. Inoltre, sono caratterizzate da una forte asimmetria informativa perché la loro attività è opaca e questo porta le banche a essere restie nell'erogare denaro a questa tipologia di aziende. Inoltre, Hogan e Hutson sottolineano anche il fatto che i manager azionisti delle società che utilizzano nuove tecnologie sono più propensi a cedere il controllo e dunque, anche per questo motivo, ricorrono maggiormente all'equity, in particolare proveniente dalle imprese di venture capital. Dunque, si può notare che la sequenza sarà data da autofinanziamento, equity e poi debito.

Nelle piccole e medie imprese si può parlare di finance gap⁴⁶ poichè esse non hanno accesso a tutte le fonti di finanziamento a cui invece hanno accesso, ad esempio, le società quotate. Questo accade sia per un knowledge gap, cioè non ne

⁴⁵ T. HOGAN, E. HUTSON, *Capital structure in new technology-based firms: evidence from the Irish software sector*, in *Global Finance Journal*, n. 15, 2015, p. 373.

⁴⁶ S. HOLMES, P. KENT, *An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises*, *The Journal of Small Business Finance* 1(2), 1991, p. 143.

sono a conoscenza, ma soprattutto per un supply gap, relativo al fatto che queste imprese non hanno obblighi di trasparenza, dunque sono percepite come più rischiose e avranno difficoltà ad approvvigionarsi di capitale di debito. Queste imprese ricorreranno prima di tutto ad autofinanziamento e risorse personali dei soci, poi al debito multiplo bancario e infine all'equity. Un altro motivo per cui esse preferiscono rivolgersi alle fonti interne è individuato da Sánchez-Vidal e Marín-Ugedo⁴⁷ e consiste nel non voler perdere o ridurre il controllo. Infatti, ricorrendo all'equity, il controllo degli azionisti attuali si ridurrebbe. Ciò è tanto più vero se si considera che le piccole e medie imprese sono spesso familiari e solitamente si cerca di mantenere il controllo all'interno del nucleo familiare, senza permettere ad azionisti esterni di ottenere la proprietà. Inoltre, Lopez-Gracia e Aybar-Arias⁴⁸ sottolineano che il ricorso all'autofinanziamento dipende dalla dimensione aziendale e che le piccole imprese preferiscono prima di tutto ricorrere alle risorse personali dell'imprenditore e dei soci, per minimizzare la partecipazione di soggetti esterni al capitale.

Nei mercati finanziari dei paesi sviluppati c'è maggiore trasparenza ed efficienza, quindi sono minori le asimmetrie informative e la sequenza gerarchica prevista dal Pecking Order solitamente non è riscontrata. Nonostante ciò, le

⁴⁷ J. SÁNCHEZ-VIDAL, J. F. MARÍN-UGEDO, *Financial preference of Spanish firms: evidence on the pecking order theory*, in *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 25, p. 344.

⁴⁸ J. LOPEZ-GRACIA, C. AYBAR-ARIAS, *An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies*, in *Small Business Economics*, n. 14, 2000, p. 56.

evidenze empiriche sono spesso contrastanti. Infatti, l'analisi condotta da Raj Aggarwal e Sijing Zong⁴⁹ verifica che è possibile osservare la sequenza gerarchica prevista dalla teoria nelle imprese operanti in Germania, Giappone, Stati Uniti e Regno Unito. Inoltre, De Haan e Hinloopen⁵⁰ studiano le imprese olandesi evidenziando che esse preferiscono le fonti interne a quelle esterne e, tra quelle esterne, ricorrono prima di tutto al debito bancario, poi all'equity e poi alle obbligazioni, distanziandosi leggermente da quanto previsto dalla teoria, secondo cui tra le fonti esterne le imprese dovrebbero preferire prima di tutto il debito poi forme ibride di debito ed equity e, solo come ultima possibilità, l'equity. Secondo questi Autori, la preferenza dell'equity rispetto alle obbligazioni è dovuta al basso livello di sviluppo del mercato obbligazionario olandese.

Invece, per quanto riguarda i paesi in fase di transizione, si possono distinguere la realtà cinese e quella dell'Europa centrale. Nella prima non ci sono asimmetrie informative tra azionisti vecchi e nuovi in quanto essi coincidono con lo Stato e la sequenza riscontrata è data da profitti trattenuti, equity, debito. Infatti, come sottolineato da Chen e Strange⁵¹, le imprese che ottengono maggiori profitti

⁴⁹ R. AGGARWAL, S. ZONG, *The cash-flow investment relationship: international evidence of limited access to external finance*, in *Journal of Multinational Financial Management*, 16 (1), 2006, pp. 101-102.

⁵⁰ L. DE HAAN, J. HINLOOPEN, *Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond, and share issues: evidence for Dutch firms*, in *Journal of Empirical Finance*, n. 10, 2003, p. 677.

⁵¹ J. CHEN, R. STRANGE, *The determinants of capital structure: evidence from Chinese listed companies*, in *Economic change and Restructuring*, n. 38, 2005, p. 29.

tendono a ricorrere prevalentemente alle fonti interne. Inoltre, Chen⁵² evidenzia che le imprese cinesi ricorrono meno al debito a lungo termine rispetto a quelle operanti in paesi sviluppati. Egli conferma la sequenza gerarchica riscontrata nelle imprese cinesi, riconducendola a fattori istituzionali. Invece nell'Europa centrale i costi dell'equity sono percepiti come bassi e la sequenza riscontrata da Delcours⁵³ è: utili risparmiati, equity, debito.

Considerando poi la realtà italiana⁵⁴, le evidenze empiriche sembrerebbero confermare la presenza della sequenza gerarchica prevista dal Pecking Order. Infatti, le imprese che hanno avuto una elevata redditività passata ricorrono meno all'indebitamento. Inoltre il settore preso in esame risulta determinante nella scelta di indebitamento: le imprese con bassi livelli di attività tangibili fanno maggior affidamento sul debito verso terzi rispetto al debito finanziario.

Per quanto riguarda il ciclo di vita dell'impresa, si nota che le esigenze di finanziamento evolvono nella vita dell'azienda e su di esse incidono le asimmetrie informative. Nelle fasi iniziali del ciclo di vita solitamente le imprese ricorrono in modo limitato al debito in quanto gli utili degli investimenti in essere sono bassi, così come i benefici fiscali. Man mano che l'impresa si dirige verso una fase di maturità, aumenta la propensione al debito poiché si otterranno maggiori benefici e

⁵² J. CHEN, *Determinants of capital structure of Chinese-listed companies*, in *Journal of Business Research*, n. 57, 2004, p. 1348.

⁵³ N. DELCOURE, *The determinants of capital structure in transitional economies*, in *International Review of Economics and Finance*, n. 16, 2007, p. 414.

⁵⁴ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, pp. 489-490.

maggiori utili dagli investimenti mentre i costi attesi dal fallimento saranno minori⁵⁵.

Si è inoltre notato empiricamente che spesso le imprese adottano una determinata struttura finanziaria considerando le scelte effettuate da imprese simili o operanti nello stesso settore⁵⁶. Questo però risulta essere pericoloso perché ogni impresa può differire dalle altre in base al potenziale di crescita e al rischio.

Volendo realizzare un confronto tra la teoria del Trade-off e quella del Pecking Order si può considerare lo studio condotto da Rajan e Zingales⁵⁷, secondo cui le imprese con maggiore dimensione e alta percentuale di attività tangibili ricorrono prevalentemente all'indebitamento in quanto meno esposte ai costi del dissesto, confermando così la teoria del Trade-off. Invece le aziende che hanno elevata redditività e un alto rapporto tra valore di mercato e valore contabile preferiranno ricorrere all'autofinanziamento, in linea con la teoria del Pecking Order.

1.5. LA TEORIA DEL MARKET TIMING

Un'altra teoria che può essere considerata nella scelta della struttura finanziaria è quella del Market Timing, particolarmente adottata dalle imprese quotate. Rispetto alle altre, questa teoria è considerata marginalmente nell'ambito della

⁵⁵ A. DAMODARAN, O. ROGGI, *op. cit.*, p. 459.

⁵⁶ A. DAMODARAN, O. ROGGI, *op. cit.*, p. 460.

⁵⁷ R. G. RAJAN e L. ZINGALES, *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*, *journal of finance*, 50, pp. 1454-1458.

scelta tra equity e debito, proprio perché non è applicata in tutte le realtà aziendali ma prevale nelle imprese che decidono di quotarsi. Stein⁵⁸, Baker e Wurgler⁵⁹ si sono occupati della sua elaborazione nei loro studi. Essi sostengono che le imprese emettano azioni quando il loro prezzo è alto e invece le riacquistino quando il prezzo è basso. Infatti, questa teoria si basa sul concetto di sfruttare le variazioni del valore delle azioni, confrontandolo con le forme di debito. Dunque, i manager che operano nell'interesse degli azionisti, si rivolgeranno all'equity o al debito in funzione del market timing. Questo non avviene nel mondo di Modigliani e Miller in quanto la variazione del costo dell'equity è legata a quella del costo del debito, ovvero non c'è indipendenza tra i costi delle diverse fonti di finanziamento. Myers⁶⁰ evidenzia che questa teoria si contrappone al Trade-off, poiché se il valore di un'impresa aumenta, il rapporto debt-to-value si riduce e le imprese dovrebbero emettere debito piuttosto che equity per ribilanciare la struttura finanziaria. Si discosta anche dal Pecking Order perché non c'è motivo di credere che i manager abbiano informazioni più favorevoli quando i prezzi delle azioni sono alti. Secondo Baker e Wurgler, diversi studi confermano l'attenzione delle imprese verso il market timing. Infatti, molte analisi mostrano che le società emettono azioni quando il valore di mercato è più alto rispetto a quello passato mentre le riacquistano se

⁵⁸ J. STEIN, *Rational Capital Budgeting in an Irrational World*, in *Journal of Business*, vol. 69, No. 4, 1996, pp. 429-455.

⁵⁹ M. BAKER, J. WURGLER, *Market Timing and Capital Structure*, *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1 (Feb., 2002), pp. 1-32.

⁶⁰ S. C. MYERS (1984), *op. cit.*, p. 586.

questo valore scende. Inoltre, i rendimenti azionari a lungo termine dimostrano che c'è vantaggio nel basare le decisioni della struttura finanziaria da adottare sul market timing. Altri studi mostrano che le imprese tendono ad emettere azioni quando gli azionisti sono positivi sulla prospettiva degli utili. Inoltre, tramite lo svolgimento di indagini anonime, si è osservato che i manager confermano di basare le loro decisioni relative alla struttura finanziaria sul market timing. Graham e Harvey⁶¹ nelle loro indagini riportano che due terzi dei CFO intervistati confermano di basare le proprie decisioni sulla sottovalutazione o sopravvalutazione delle proprie azioni, vendendole a prezzi alti quando il loro valore sale e invece riacquistandole quando il loro valore scende. Dalle analisi empiriche svolte da Baker e Wurgler⁶² emerge che le imprese con elevato livello di debito hanno raccolto finanziamenti in periodi in cui il valore di mercato delle azioni era basso, mentre quelle con basso livello di debito hanno raccolto fondi in fasi in cui il valore di mercato era alto, ricorrendo quindi maggiormente all'equity. Baker e Wurgler basano i loro studi sull'external finance weighted-average⁶³, ovvero una media ponderata delle fonti di finanziamento esterne:

$$\left(\frac{M}{B}\right)_{EFWA,t} = \sum_{s=0}^t \frac{e_s + d_s}{\sum_{r=0}^t e_r + d_r} \left(\frac{M}{B}\right)_s$$

⁶¹ J. R. GRAHAM, C. R. HARVEY, 2001, *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*, Journal of Financial Economics, 60, pp. 215-219.

⁶² M. BAKER, J. WURGLER, *op. cit.*, p. 29.

⁶³ M. BAKER, J. WURGLER, *op. cit.*, p. 12.

Questa formula mostra la relazione tra il valore delle azioni (valore di mercato su valore di libro, M/B) e il ricorso all'equity. Essi dimostrano quindi che le imprese ricorrono maggiormente all'equity se le azioni hanno avuto un elevato valore di mercato nel tempo.

Su questa teoria, Welch⁶⁴ propone una visione particolare che si discosta dalle precedenti. Egli ritiene che il management non sia in grado di adattare velocemente la struttura finanziaria alle variazioni del valore azionario e dunque il ricorso al debito o all'equity dipende dalle variazioni del mercato azionario e non dalle decisioni interne dei manager. L'autore testa, in riferimento alla struttura finanziaria, la teoria dell'inerzia secondo cui si tende ad assumere gli stessi comportamenti del passato in quanto, se questi hanno determinato un successo, si ritiene che daranno risultati positivi anche in futuro. Se l'azienda adotta questo approccio e non adegua la sua struttura finanziaria, allora quest'ultima sarà guidata da forze di mercato esterne. Questo significa che la struttura finanziaria è principalmente determinata in modo esogeno dai rendimenti azionari e non dalla reazione che i manager hanno in risposta alle variazioni di questi rendimenti.

Inoltre, si può considerare che anche la teoria del Market Timing può essere collegata alle performance aziendali. Infatti, se in una fase di mercato in cui il valore azionario è in calo l'azienda ricorre comunque all'equity, questo potrebbe voler dire

⁶⁴ I. WELCH, *Columbus' Egg: The Real Determinant of Capital Structure*, in NBER Working Paper 8782, 2002, pp. 2-3.

che le performance di quella società sono in crescita e ciò la porta ad emettere azioni per raccogliere capitale da investire.

1.6. IMPLICAZIONI DELLE TEORIE SULLA STRUTTURA FINANZIARIA NELLA CREAZIONE DEL VALORE

Le teorie sulla struttura finanziaria sono volte alla ricerca di una combinazione di debito ed equity che permetta all'impresa di massimizzare il valore aziendale. In questo modo l'azienda sarà in grado di ottenere migliori performance. La performance, a seconda della tipologia di impresa considerata e dell'approccio utilizzato, può essere misurata in modi diversi e a questa tematica è dedicato il capitolo successivo.

Per calcolare il valore di un'impresa bisogna considerare il rischio sistematico che dipende dal tipo di settore in cui opera l'impresa, e in particolare dalla sua variabilità in base all'andamento generale dell'economia, ma anche dall'intensità della leva operativa e della leva finanziaria, quest'ultima relativa al livello di indebitamento e quindi agli oneri finanziari pagati dall'impresa. Per calcolare il valore sarà necessario considerare aziende di una stessa industria, eliminandone i singoli rischi finanziari. Calcolato poi il CAPM, si potrà determinare il costo medio ponderato del capitale tramite cui è possibile calcolare il valore dell'impresa⁶⁵.

⁶⁵ D. WATSON e A. HEAD, *op. cit.*, pp. 250-252.

Quest'ultimo è dato dall'attualizzazione dei flussi di cassa attesi disponibili per azionisti e creditori. Può essere quindi riassunto nella formula:

$$\text{Valore aziendale} = \sum \frac{FCR}{(1+r)^t}$$

Ogni teoria ha una determinata implicazione in termini di creazione del valore.

Secondo i tradizionalisti⁶⁶, nella scelta della struttura finanziaria bisogna porre l'attenzione sul costo medio ponderato del capitale e quindi sui rendimenti richiesti da creditori ed azionisti. Infatti, l'impresa potrà massimizzare il valore, e quindi le performance, solo se sceglierà una combinazione di debito ed equity tale per cui il costo medio ponderato sia il più basso possibile.

Modigliani e Miller⁶⁷, come visto, inizialmente ritennero che la struttura finanziaria non influenzasse in alcun modo il valore. Questo viene però smentito se si considerano il beneficio fiscale del debito e i costi diretti e indiretti del dissesto. Arrivando quindi alla teoria del Trade-off⁶⁸, si può osservare l'importanza della giusta combinazione di debito ed equity nella determinazione del valore d'impresa. Infatti, è necessario assumere un livello di indebitamento tale per cui l'azienda riesca a bilanciare i costi e i benefici marginali legati al leverage. In questo modo il valore dell'impresa sarà massimo, così come le sue performance. Bisogna porre attenzione sul fatto che le performance cresceranno finché il livello di debito scelto

⁶⁶ D. WATSON e A. HEAD, *op. cit.*, pp. 263-264.

⁶⁷ F. MODIGLIANI e M. H. MILLER, *op. cit.*, p. 268.

⁶⁸ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, pp. 467-468.

determinerà per l'impresa benefici marginali superiori ai costi marginali, ma se avverrà il contrario allora il valore aziendale e i profitti si ridurranno.

Se si passa a considerare anche i conflitti di agenzia, si inseriscono ulteriori variabili da tener presente nella creazione del valore. Infatti, costi e benefici legati ai conflitti incidono sul valore e sulle performance. Anche in questo caso, l'impresa potrà conseguire massimi profitti qualora assuma un livello di debito che bilanci i benefici e i costi marginali⁶⁹. Sarà necessario ricorrere a un livello di leverage che permetta di ridurre i conflitti tra manager ed azionisti senza accrescere eccessivamente quelli tra azionisti e creditori e tra azionisti di controllo e di minoranza, in modo da bilanciare i vantaggi e gli svantaggi e massimizzare il valore d'impresa. Anche secondo questa teoria, l'azienda crea valore e quindi genera performance positive fin tanto che i benefici sono maggiori dei costi marginali mentre distrugge valore quando avviene il contrario.

Passando a considerare la teoria del Pecking Order⁷⁰, si nota che le imprese tendono ad evitare di ricorrere all'equity. Questo perché, se l'azienda opera nell'interesse dei suoi azionisti, l'emissione di azioni in presenza di asimmetrie informative porterebbe a una perdita di valore per questi. L'impresa crea valore ricorrendo maggiormente all'autofinanziamento e poi al debito, generando così performance positive che si riflettono sul valore delle azioni. Pertanto, la struttura

⁶⁹ O. DOMENICHELLI, *op. cit.*, pp. 85-86.

⁷⁰ S. C. MYERS, (1984), *op. cit.*, p. 581.

finanziaria dovrà essere caratterizzata da un maggior ricorso al debito rispetto all'equity per accrescere il valore aziendale, quando la fonte interna non sia sufficiente per la copertura del fabbisogno finanziario.

La Teoria del Market Timing invece ritiene che l'impresa, per massimizzare la creazione del valore, debba adottare una determinata struttura finanziaria in funzione della fase di mercato. In questo caso, quindi, non c'è una combinazione di debito ed equity statica che permetta di conseguire le migliori performance possibili, bensì essa varierà in base alla fase considerata e l'impresa dovrà essere in grado di adattare le sue scelte alla sopravvalutazione o sottovalutazione delle azioni sul mercato, in modo da creare valore e migliorare le performance.

Si nota quindi l'importanza della struttura finanziaria nella creazione del valore e nel perseguimento di migliori performance. Queste ultime sono un aspetto fondamentale per l'impresa e meritano la dovuta attenzione nella scelta tra debito ed equity, dato che tra la struttura finanziaria e le performance c'è una forte relazione. Le teorie evidenziano questa relazione che, come si vedrà nel proseguo dell'elaborato, dal punto di vista empirico risulta essere positiva o negativa in base all'incidenza di fattori interni ed esterni all'impresa. Il tema delle performance è quindi particolarmente interessante e perciò verrà approfondito nel successivo capitolo.

CAPITOLO 2: LA PERFORMANCE AZIENDALE

2.1. LA PERFORMANCE: COME MISURARLA

La performance è un elemento molto importante nella realtà aziendale, in quanto è espressione del valore creato, ed è necessario monitorarla. Tramite la sua misurazione è possibile attuare quel processo che, come sostenuto da Bititci et al.¹, permette all'organizzazione di allineare la performance agli obiettivi aziendali e alla strategia adottata. Dunque il processo di misurazione, come riportato da Al-Matari et al.², permette la gestione della performance, l'individuazione di eventuali problematiche ed il suo miglioramento. Inoltre permette di tradurre un aspetto complesso della realtà aziendale in un valore numerico e sintetico che facilita la comprensione e la comunicazione dell'andamento dell'impresa. La performance può essere riferita ad un ambito molto vasto. Infatti, essa comprende gli aspetti finanziari ma anche la crescita, l'efficacia operativa, la reputazione aziendale, la conoscenza dei clienti, i processi aziendali, le prestazioni sociali. È importante sottolineare che questo lavoro si focalizzerà sull'aspetto finanziario.

Negli studi che sono stati condotti in questo ambito è possibile osservare una grande varietà di misure adottate per la valutazione della performance, che possono

¹ U. BITITCI, A. CARRIE, L. MCDEVITT, *Integrated performance measurement systems: A development guide*, International Journal of Operations & Production Management, 17(5), 1997, p. 524.

²E.S. AL-MATARI, A.K. AL-SWIDI, F.H.B. FADZIL, *The measurements of firm performance's dimensions*, Asian Journal of Finance & Accounting, Vol. 6 No. 1, 2014, p. 26.

essere raggruppate in due principali categorie: le misurazioni Accounting- based e quelle Market- based.

Le misure Accounting- based³ fanno riferimento a valori calcolati tramite dati contabili di bilancio e possono essere, ad esempio, Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Return On Sales (ROS), Return On Investment (ROI), Profit Margin (PM), Operating Cash Flow (OCF), Earnings Per Share (EPS), Operation Profit (OP), Growth in Sales (GRO), Return on Capital Employed (ROCE), Expense to Assets (ETA), Cash to Assets (CTA), Sales to Assets (STS). Queste misure permettono di osservare e valutare l'andamento delle performance passate, al contrario di quelle Market- based che si concentrano sulle performance future.

Nel metodo Market- based⁴ si utilizzano infatti misure quali, ad esempio, Q di Tobin, data dal rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il costo di sostituzione dell'attivo, Market Value Added (MVA), Market-to-Book Value (MTBV), Divided Yield (DY).

Le misure Accounting-based forniscono informazioni relativamente a performance di breve periodo mentre quelle Market-Based fanno riferimento a orizzonti temporali più lunghi. Proprio per questo è adeguato combinare le due metodologie, in modo da avere una visione più chiara e completa.

³ E.S. AL-MATARI, A.K. AL-SWIDI, F.H.B. FADZIL (2014), *op. cit.*, p. 27.

⁴ E.S. AL-MATARI, A.K. AL-SWIDI, F.H.B. FADZIL (2014), *op. cit.*, p. 33.

Si vedrà più avanti nel proseguo di questo lavoro che, negli studi inerenti alla relazione tra struttura finanziaria e performance, quest'ultima è solitamente misurata tramite l'utilizzo del ROA, del ROE o della Q di Tobin. Questi infatti risultano essere i valori più comunemente adottati, come dimostrato da Al-Matari, Al-Swidi e Fadzil.

Le misure contabili però non sono prive di distorsioni. Se si considera un investimento in azioni, basterebbe calcolarne il tasso di rendimento per conoscere la sua redditività. Questa misura è determinata tramite la formula:

$$\frac{C_1 + (VA_1 - VA_0)}{VA_0}$$

dove C_1 rappresenta i flussi di cassa provenienti dall'investimento, $(VA_1 - VA_0)$ è la variazione del valore dell'investimento dall'anno zero all'anno uno, e VA_0 è il valore iniziale all'anno zero⁵.

Spesso, però, per il calcolo della redditività non è considerato il valore attuale. Si tende infatti ad utilizzare il ROI contabile, dato dal rapporto tra reddito operativo (lordo o netto di imposta) e capitale investito.

Il problema di questa misura è che esso considera l'ammortamento contabile, che solitamente differisce da quello economico, e dunque il risultato ottenuto non rappresenta la vera redditività. È possibile apportare alcune modifiche al calcolo del ROI che permettano di avere una misura più attendibile. Infatti, si potrebbe

⁵ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, p. 277.

scegliere di utilizzare una modalità di ammortamento più vicina e coerente con quello economico atteso all'inizio dell'investimento. Questa accortezza potrebbe risolvere l'inadeguatezza del ROI⁶.

Più in generale, le misure Accounting-based possono essere poco corrette per diversi motivi. Prima di tutto, tendono a non valutare correttamente la redditività dei progetti, sopravvalutando quelli vecchi e sottovalutando quelli nuovi. Questo aspetto dipende quindi dalla fase di vita del progetto. Bisogna considerare il tasso di sviluppo del business: un tasso elevato si traduce in una maggiore presenza di nuovi progetti. Quanto più questi nuovi progetti sono importanti, tanto più sarà minore la redditività apparente del business. Il ROI sottovaluta o sopravvaluta il tasso di rendimento quando il tasso di sviluppo non è uguale alla vera redditività⁷. Se quest'ultima è costante, quanto più sarà elevata l'intensità dello sviluppo, tanto più sarà minore il rendimento contabile. Inoltre, un altro aspetto che evidenzia la poca correttezza di queste misure è riferito al fatto che spesso i valori riportati in bilancio sono frutto di criteri di valutazione e procedure contabili tra loro diverse.

Anche Venanzi analizza ed approfondisce le misure Accounting-based, evidenziandone criticamente i limiti relativi alla loro soggettività, all'incoerenza con la massimizzazione della ricchezza per gli shareholders e alla visione di breve

⁶ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, p. 280.

⁷ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, pp. 278-279.

periodo. Secondo Venanzi⁸, il metodo più adeguato è quello dell'attualizzazione dei flussi di cassa ma nella realtà si va spesso a preferire l'utilizzo di misure contabili. Queste però possono essere influenzate da comportamenti interessati dei manager che vanno spesso a modificare i valori di bilancio per trarne beneficio. Infatti, come esposto in precedenza, i manager subiscono il rischio di impiego non diversificabile⁹ che li porta ad attuare comportamenti opportunistici. Uno di questi è proprio relativo alla modifica dei valori di bilancio, come il reddito contabile, in quanto la retribuzione dei manager si basa spesso su tali valori e dunque cercheranno di accrescerli per trarne vantaggio. Ad esempio, i manager tendono spesso a rimandare la manutenzione dei macchinari o la formazione del personale in modo da essere retribuiti sulla base di un reddito contabile maggiore. Relativamente alla massimizzazione della ricchezza per gli shareholders¹⁰, si può dire che quando si utilizzano misure Accounting-based la massimizzazione del rendimento di un investimento non implica quella del valore per gli azionisti in quanto queste misure non considerano né il costo del capitale investito né il rischio sopportato. Dunque, l'impresa sarà portata a reinvestire sempre poiché ogni investimento che generi un rendimento risulterà essere conveniente. Questo però non è corretto perché, come detto, il ROI si concentra sul breve periodo e non

⁸ D. VENANZI, *financial performance measures and value creation: the state of the art*, Spinger, p.1.

⁹ Y. AMIHUD e B. LEV, (1981), *op. cit.*, p. 605.

¹⁰ D. VENANZI, *op. cit.*, p. 3.

considera né il costo né il rischio. Approfondendo proprio la visione di breve periodo¹¹ di queste misure, bisogna sottolineare che un manager che basa la sua scelta di investimento sul ROI non andrà a considerare il rendimento nel lungo periodo. La massimizzazione dei profitti attuali o di breve periodo potrebbe portare un effetto negativo sulle performance di lungo. Infatti, un manager potrebbe decidere, ad esempio, di ridurre le spese attuali di R&S e questo porterebbe a minori ricavi futuri, oppure potrebbe ridurre le spese per la manutenzione dei macchinari e questo porterebbe a maggiori costi futuri. Dunque la massimizzazione dei profitti attuali porterebbe a performance future peggiori.

Gentry e Shen¹² approfondiscono nei loro studi la relazione esistente tra le misure Accounting-based e quelle Market-based. Su questa tematica c'è un forte dibattito¹³: alcuni studiosi sostengono che queste misure non siano tra loro legate poiché le prime si riferiscono al breve periodo e alle performance passate invece le seconde considerano una visione futura di lungo periodo. Altri, al contrario, ritengono che tra loro ci sia una relazione positiva o negativa. In questo caso è importante capire se questa relazione possa essere tanto forte da considerarle misure equivalenti e intercambiabili nella valutazione della performance. Dallo studio di

¹¹ D. VENANZI, *op. cit.*, p. 7.

¹² R. J. GENTRY e W. SHEN, *The Relationship between Accounting and Market Measures of Firm Financial Performance: How Strong Is It?*, *Journal of Managerial Issues*, Vol. 22, No. 4 (Winter 2010), pp. 514-516.

¹³ R. J. GENTRY e W. SHEN, *op. cit.*, p. 517.

Gentry e Shen¹⁴ emerge che le due tipologie analizzano aspetti differenti della performance finanziaria dell'azienda, ma mostrano comunque avere una relazione positiva anche se con una covarianza inferiore al 10 %.

Concentrando ora l'attenzione sulle misure Market-based è possibile effettuare alcune considerazioni sulla Q di Tobin. Uno studio condotto da Larry e Renè¹⁵ realizza un confronto tra questo valore nelle imprese diversificate e in quelle non diversificate. Dalla loro analisi è emerso che la Q di Tobin risulta essere più elevata per le imprese che si specializzano rispetto a quelle che invece diversificano. Inoltre, le imprese che si diversificano fortemente mostrano un valore della Q di Tobin inferiore a uno, a dimostrazione del fatto che esse sono valutate meno rispetto a quelle specializzate. Da questo studio emerge dunque che la diversificazione non è una strategia adeguata al raggiungimento di migliori performance. Bisogna tener presente che la performance, e dunque il rendimento, sono legati alla dimensione del rischio. Parte di questo rischio, ovvero quello non sistematico, può essere abbattuto tramite la diversificazione. Investendo in attività correlate negativamente si va a ridurre il rischio non sistematico ma questo comporta anche una riduzione del rendimento, poiché le due variabili sono direttamente proporzionali. Per questo le imprese che diversificano conseguono rendimenti più bassi.

¹⁴ R. J. GENTRY e W. SHEN, *op. cit.*, p. 525.

¹⁵ L. H. P. LANG e R. M. STULZ, *Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance*, *Journal of Political Economy*, Vol. 102, No. 6 (Dec., 1994), pp. 1278-1279.

Inoltre, in base al valore assunto dalla Q di Tobin, l'azienda può prendere decisioni relative agli investimenti. Infatti, quando il suo valore è minore di uno l'impresa ridurrà la spesa per gli investimenti. Se invece supera l'unità, l'azienda può incrementare tale spesa¹⁶. Il rendimento derivante dagli investimenti è una misura delle performance aziendali e dipende dal rischio. Infatti, investimenti più rischiosi garantiranno all'azienda un maggior rendimento e quindi migliori performance. Viceversa, in caso di avversione al rischio si effettueranno investimenti poco redditizi. Relativamente alla scelta delle attività a cui rivolgersi e al loro rendimento si può andare a considerare il Capital Asset Pricing Model (CAPM). Questo è un modello pensato da Sharpe, Lintner e Treynor e si basa sugli studi di Markowitz e Tobin.

Markowitz¹⁷ individua una frontiera su cui sono collocati i portafogli efficienti, che a parità di rendimento minimizzano il rischio e a parità di rischio massimizzano il rendimento. La scelta del portafoglio efficiente dipenderà dalla propensione al rischio del singolo investitore. Tobin¹⁸ introduce la Capital Market Line e dunque la possibilità di investire in un'attività priva di rischio e/o in uno specifico portafoglio di mercato efficiente e di indebitarsi allo stesso tasso risk free¹⁹.

¹⁶ W. G. LEWELLEN, S. G. BADRINATH, *On the measurement of Tobin's q*, Journal of Financial Economics, 44 (1997), p. 78.

¹⁷ H. MARKOWITZ, *Portfolio selection*, in The journal of Finance, 7 (1), 1952, p. 77.

¹⁸ J. TOBIN, *Liquidity preference as behavior towards risk*, in Review of economic studies, 25 (1), 1958, p. 65.

¹⁹ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, p. 184.

L'investitore, in questo modello, può decidere in base alla sua propensione al rischio se investire tutto il suo denaro nell'attività risk free oppure se allocarne una parte in essa e una parte nel portafoglio di mercato efficiente. Può inoltre decidere di investire tutta la sua ricchezza in questo portafoglio o di indebitarsi a un tasso privo di rischio per investirvi anche quella di terzi. Questo schema rimane valido nel CAPM²⁰, dove si aggiunge in particolare l'ipotesi di mercati efficienti, in cui non c'è asimmetria informativa e c'è perfetta razionalità degli investitori. Ciò rende la Capital Market Line Unica.

Il CAPM prende in considerazione sia la dimensione del rischio sia quella del rendimento, in un contesto di completa diversificazione da parte degli investitori. La sua formula dimostra che chiunque investa in un titolo rischioso i richiederà un rendimento dato dalla somma tra il rendimento di un'attività risk free (r_f) e un premio per il rischio sopportato ($r_m - r_f$), che sarà proporzionale al beta di mercato:

$$r_i = r_f + \beta_i * (r_m - r_f)$$

Ciò a dimostrazione del fatto che per livelli più elevati di rischio l'investitore otterrà un maggior rendimento rispetto ad una attività risk free e quindi avrà maggiori performance. Data la presenza di ottima diversificazione, si utilizza il beta, che va a prendere in considerazione il solo rischio di mercato a carico del titolo rischioso,

²⁰ W. SHARPE, *Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, in *The journal of finance*, 19, 1964, pp. 425-427.

cioè quello determinato da variazioni macroeconomiche e che non può essere annullato, al contrario di quello non sistematico che può essere ridotto tramite la diversificazione. Il beta è dato dalla formula²¹:

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$$

Dove il numeratore rappresenta la covarianza tra i rendimenti del titolo i e i rendimenti del mercato, mentre il denominatore è la varianza dei rendimenti del mercato. Dunque, il beta misura la variabilità del premio per il rischio atteso di un titolo rispetto alla variabilità del premio per il rischio atteso del portafoglio di mercato. Come detto, il rendimento in eccesso atteso di un titolo è proporzionale al beta perché, in mercati efficienti, il rischio diversificabile è completamente abbattuto quindi sarà remunerato solo quello sistematico. L'equazione del CAPM può infatti essere rappresentata dalla Security Market Line (SML)²², ovvero una retta crescente che mostra la relazione direttamente proporzionale tra il rendimento di un titolo rischioso e il suo beta.

È utile precisare che il rischio sistematico, misurato dal beta, dipende dal tipo di attività svolta dall'impresa, dall'intensità della leva operativa e della leva finanziaria. Insieme a quello diversificabile, va a costituire il rischio complessivo di un portafoglio. All'aumentare del numero di titoli in portafoglio si riduce il

²¹ O. DOMENICHELLI, *op. cit.*, p. 45.

²² O. DOMENICHELLI, *op. cit.*, p. 46.

rischio non sistematico, poiché si riesce a diversificare. Quello complessivo però non può essere completamente annullato, ma può essere ridotto fino al livello del rischio di mercato, che non può essere abbattuto. Il rischio non sistematico, ovvero quello relativo al singolo titolo, può fare ad esempio riferimento ad una domanda insufficiente o a scioperi mentre quello sistematico riguarda aspetti di mercato quali ad esempio variazione dei tassi di interesse, inflazione, crolli di mercato. Si intuisce quindi che la diversificazione non può modificare quest'ultima tipologia di rischio, che grava su tutti i titoli in funzione del beta di ciascuno di essi.

Nell'analisi della misurazione delle performance è importante considerare non solo il rendimento, e quindi il rischio, di un investimento ma anche il costo che l'impresa sopporta per il reperimento di capitale da investire. Se l'impresa è finanziata sia da equity sia da debito, dovrà tener conto del costo medio ponderato del capitale. Come espresso in precedenza nel presente elaborato, questo valore comprende il rendimento richiesto sia dagli azionisti sia dai creditori, che rappresentano un costo per l'azienda. Se il rendimento che si ottiene dagli investimenti è inferiore al costo medio ponderato del capitale vuol dire che le performance dell'impresa sono negative. Viceversa, se il rendimento degli investimenti supera r_{wacc} allora la performance aziendale è positiva. Il calcolo di r_{wacc} però non è così agevole e si riscontrano diverse problematiche. Ad esempio, molte imprese considerano solo i debiti a lungo termine ma questo non è corretto. È infatti necessario considerare anche quelli con scadenza inferiore all'anno, a

meno che non siano debiti temporanei o stagionali²³. Inoltre, vanno distinte nella formula le diverse categorie di debito ed equity a cui l'impresa ricorre, ad esempio finanziamenti bancari o obbligazioni²⁴. Si deve anche considerare che il costo medio ponderato del capitale non è costante in quanto si modifica al variare del valore di mercato dei titoli e i costi delle fonti di finanziamento cambiano in funzione anche degli aspetti macroeconomici. Bisogna poi sottolineare che non sempre il calcolo dei rendimenti richiesti è agevole. Il CAPM è ad oggi il metodo più utilizzato per il calcolo del rendimento richiesto dagli azionisti, nonostante mostri alcuni limiti. Per il management, il costo del capitale proprio diventa il rendimento che si deve cercare di ottenere al fine di soddisfare gli investitori, cioè il rendimento minimo che ogni progetto di investimento deve garantire. Per il calcolo di questo costo, i manager terranno conto del tasso privo di rischio, espresso nella valuta del Paese in cui l'impresa è registrata, del premio per il rischio azionario, considerando il luogo in cui l'impresa opera e non quello in cui è registrata, e dei beta medi dei settori che l'azienda tratta²⁵. Questo permette di calcolare il rendimento richiesto dagli azionisti.

Per quanto riguarda invece il rendimento richiesto dai creditori²⁶, bisogna tener conto del livello di tassi di interesse attuale e del rischio di insolvenza poiché al

²³ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, p. 509.

²⁴ O. DOMENICHELLI, *op. cit.*, p. 51.

²⁵ A. DAMODARAN, O. ROGGI, *op. cit.*, p. 193.

²⁶ A. DAMODARAN, O. ROGGI, *op. cit.*, pp. 194-195.

crescere di questo rischio aumenta il rendimento richiesto dai prestatori di fondi. Il problema del calcolo del costo del debito è quindi riconducibile alla corretta stima del premio per il rischio di insolvenza. Per questa stima è possibile considerare il rating della società e dunque la possibilità di insolvenza ad essa associata. Se l'impresa non ha rating, si può ricorrere alla recente storia dei prestiti a cui essa ricorre o alla stima di un rating sintetico.

Per determinare il costo del capitale, è necessario conoscere anche i pesi di ciascuna componente, oltre che i rendimenti richiesti da azionisti e creditori. Per calcolare tali pesi è consigliabile utilizzare il valore di mercato piuttosto che quello contabile. Il valore di mercato²⁷ del capitale netto può essere ottenuto moltiplicando il prezzo azionario corrente per il numero di azioni in circolazione. Per quanto riguarda il valore di mercato dei debiti, è più complesso da determinare poiché le imprese ricorrono prevalentemente a debito non negoziato sul mercato, del quale si conosce il valore contabile. Il problema è aggirato considerando il debito complessivo come un'obbligazione con coupon.

Nel calcolo del costo medio ponderato del capitale vanno inoltre distinte le diverse tipologie di debito a cui l'impresa ricorre. Prendendo ad esempio in considerazione il prestito obbligazionario e quello bancario, la formula può essere arricchita come segue:

²⁷ A. DAMODARAN, O. ROGGI, *op. cit.*, p. 21.

$$r_{wacc} = \frac{D_{po}}{D + E} r'_{po} + \frac{D_{pb}}{D + E} r'_{pb} + \frac{E}{D + E} r_e$$

Gli studiosi Murray Z. Frank e Tao Shen²⁸ si occupano di analizzare come il costo medio ponderato del capitale influenzi le scelte di investimento. Essi ritengono che le imprese che hanno elevati costi del debito investono meno, mentre per quanto riguarda il costo dell'equity bisogna distinguere se esso viene calcolato tramite il CAPM o tramite il costo implicito del capitale (ICC), che considera la variazione nel tempo del rendimento azionario atteso, per valutarne l'impatto sulle scelte di investimento. Il primo metodo evidenzia una relazione positiva tra costo dell'equity e gli investimenti intrapresi, al contrario del secondo. Infatti, le imprese che hanno un alto costo dell'equity, misurato dal CAPM, effettueranno elevati investimenti mentre, se si utilizza il costo implicito del capitale, ad un alto costo dell'equity corrisponderanno bassi investimenti. Il metodo ICC è approfondito da Pástor et al.²⁹, i quali definiscono il costo implicito del capitale come il valore attuale dei dividendi futuri attesi rispetto all'attuale prezzo azionario.

Inoltre, possono essere considerati ulteriori modelli per il calcolo del rendimento del capitale azionario, quali l'Arbitrage Pricing Theory (APT) di Ross e il modello a tre fattori di Fama e French. Ross³⁰ scompone il rischio sistematico

²⁸ M. Z. FRANK e T. SHEN, *Investment and the weighted average cost of capital*, Journal of Financial Economics, 119 (2016), p. 300.

²⁹ L. PÁSTOR, M. SINHA e B. SWAMINATHAN, *Estimating the Intertemporal Risk-Return Tradeoff Using the Implied Cost of Capital*, The Journal of Finance, Vol. 63, No. 6 (Dec., 2008), p. 2864.

³⁰ S. A. ROSS, *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*, Journal of economic theory, December, 13, pp. 355-356.

in più fattori, al contrario del CAPM, rendendo il modello più aderente alla realtà. Considera ad esempio il PIL, i tassi di interesse e altre forme di rischio che non possono essere abbattute tramite la diversificazione. Fama e French³¹ sostengono che il premio per il rischio di un'attività dipenda dal mercato, dalla dimensione dell'impresa e dal rapporto tra valore contabile e valore di mercato, considerando la sensibilità dei rendimenti azionari a questi tre fattori. Tramite questi modelli è possibile calcolare il rendimento richiesto dagli azionisti che deve essere considerato insieme a quello richiesto dai creditori per valutare il costo che l'impresa dovrà sostenere per il reperimento di denaro necessario agli investimenti. Se questo costo è contenuto e minore del ritorno dell'investimento, l'impresa otterrà performance positive.

2.2. LE DETERMINANTI DELLA PERFORMANCE

La performance aziendale, e quindi il valore creato, possono essere influenzati da molte variabili relative sia alle caratteristiche aziendali che ad aspetti del contesto esterno. Una delle principali determinanti dei risultati aziendali è sicuramente la struttura finanziaria adottata dall'impresa. Data l'importanza di questa relazione, essa sarà approfondita più nel dettaglio nel proseguo dell'elaborato. Risulta ora interessante concentrarsi invece sulle altre determinanti della performance, con

³¹ E. FAMA e K. FRENCH, *Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*, The Journal of Finance, Vol. 50, No. 1 (Mar., 1995), pp. 153-154.

particolare riferimento alle seguenti: corporate governance, caratteristiche aziendali, aspetti industry specific e country specific. Relativamente a questi ultimi è realizzata una distinzione tra paesi emergenti e non poiché gli aspetti istituzionali, legali e culturali variano fortemente tra queste due categorie e dunque è diverso il loro impatto sulle performance.

2.2.1. La performance e i sistemi di corporate governance

Un primo aspetto da considerare è quello relativo alla corporate governance, poiché i risultati conseguiti dall'impresa sono influenzati dalle caratteristiche della funzione di controllo. Gli studiosi hanno fornito diverse definizioni di corporate governance. La visione prevalente è quella di un insieme di regole che disciplinano le attività di gestione aziendale, al fine di tutelare gli interessi di tutti gli stakeholders. Questa definizione si basa sulla separazione tra proprietà e gestione, che porta ai conflitti di agenzia in cui i manager attuano comportamenti opportunistici nei confronti degli azionisti. Jean Tirole³² la definisce come la progettazione di istituzioni che inducono o costringono la direzione a internalizzare il benessere degli stakeholders. Abor e Biekpe³³ definiscono la corporate governance come il processo e la struttura utilizzati per dirigere e gestire l'impresa al fine di accrescere prosperità e responsabilità e generare valore nel lungo periodo

³² J. TIROLE, *Corporate Governance*, *Econometrica*, Vol. 69, No. 1 (Jan., 2001), p. 4.

³³ J. ABOR e N. BIEKPE (2005), *op. cit.*, p. 1.

per gli azionisti, prendendo in considerazione anche gli interessi degli altri stakeholders. Shleifer e Vishny³⁴ ritengono che sia costituita da meccanismi che permettano di garantire agli investitori un ritorno economico.

Uno degli organi principali che compongono il sistema di corporate governance è il Consiglio di Amministrazione (CdA) che controlla l'operato dei manager. L'organizzazione del CdA può essere diversa nei vari paesi. In Germania³⁵, ad esempio, il CdA si articola in Consiglio di Sorveglianza e Consiglio di Gestione. Il primo è composto in parte da membri nominati dai dipendenti e in parte da azionisti. Il secondo invece amministra l'impresa. Anche in Francia, Stati Uniti e Giappone può esserci questo doppio Consiglio di Amministrazione, ma più spesso risulta essere unico, composto principalmente da membri esterni, che sono azionisti e rappresentanti degli stakeholders con cui l'impresa ha rapporti. Nella realtà italiana³⁶ bisogna ricordare che nel 2002 è stata introdotta una riforma societaria che ha permesso alle S.p.A. di scegliere tra sistemi di amministrazione ordinari, dualistici o monistici. Il primo prevede l'organo amministrativo (monocratico o collegiale) e il collegio sindacale. In questo caso il CdA ha la funzione di gestione mentre il collegio vigila sull'osservanza delle leggi e sull'adeguatezza del sistema organizzativo. Il modello dualistico si articola in

³⁴ A. SHLEIFER, R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance 52, 1997, p. 773.

³⁵ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, p. 1015.

³⁶ R. A. BREALEY, S. C. MYERS, F. ALLEN, S. SANDRI, *op. cit.*, p. 1030.

Consiglio di Gestione e Consiglio di Sorveglianza, mentre quello monistico prevede la presenza di un CdA, responsabile della funzione amministrativa. Al suo interno è nominato il comitato per il controllo sulla gestione, a cui si affianca il comitato esecutivo.

La funzione di controllo, dunque, può essere articolata in diversi organi. Ciò che risulta interessante, però, è osservare come questa funzione incida sulla performance aziendale. Numerosi sono gli studi che si concentrano su questo tema, andando a considerare particolari aspetti, come ad esempio la dimensione del Consiglio di Amministrazione e la sua composizione, per valutarne l'impatto sui risultati d'impresa.

Uno studio condotto da Inessa Love mostra l'influenza della corporate governance sulle performance, prendendo in considerazione sia paesi emergenti sia sviluppati. La funzione di controllo è volta ad attenuare i conflitti di agenzia tra azionisti e manager e tra azionisti di maggioranza e di minoranza. Una migliore governance porta ad un utilizzo proficuo del denaro raccolto dagli investitori per garantire loro un ritorno economico e questo determina migliori performance per la società. I sistemi di corporate governance permettono di ridurre i conflitti di agenzia e accrescere il valore aziendale. Secondo questo studio³⁷ i sistemi di corporate governance incidono sul profitto, misurato tramite ROA o ROE, e sul valore di

³⁷ I. LOVE, *Corporate Governance and Performance around the World: What We Know and What We Don't*, The World Bank Research Observer, Vol. 26, No. 1 (February 2011), p. 45.

mercato, misurato con la Q di Tobin. Più nel dettaglio, un'adeguata corporate governance incide sulla performance operativa, e quindi sulla profittabilità, in quanto sarà maggiore il monitoraggio sul comportamento dei manager, i quali dovranno attuare politiche di investimento redditizie. Inoltre, si avrà una riduzione degli sprechi e delle attività di tunneling e sarà più facile reperire denaro da fonti esterne, da poter investire in progetti che permettano all'azienda di aumentare i suoi profitti. Oltre a ciò, bisogna considerare che gli investitori, sopportando minor rischio, accetteranno di ricevere un rendimento più basso. Tutto questo porta a migliori profitti e spiega perché una buona attività di corporate governance influenza anche il valore di mercato delle azioni: le imprese con maggiori profitti attireranno più investitori, che saranno disposti a pagare un prezzo più elevato³⁸. Inoltre, alcuni studi sostengono che la relazione tra performance e corporate governance dipenda anche dal livello di protezione legale fornito dal paese considerato. Dunque questa relazione potrebbe variare in base al paese in cui operano le imprese analizzate.

Le variabili che maggiormente sono prese in considerazione nel valutare la relazione tra sistemi di corporate governance e performance sono: la dimensione del CdA, la sua indipendenza e l'insider ownership. Relativamente alla dimensione

³⁸ I. LOVE, *op. cit.*, p. 46.

del CdA, gli studi condotti da Yermack³⁹ (1996) e Eisenberg et al. (1998)⁴⁰ dimostrano che, quando i membri sono molto numerosi, questi avranno opinioni divergenti e difficoltà comunicative, dunque questo si rifletterà in performance minori in quanto non sarà efficiente il controllo sull'attività del management e questo si riflette negativamente sul valore aziendale creato. Per quanto riguarda l'indipendenza dei membri del Consiglio di Amministrazione, Weisbach (1988)⁴¹ e Huson et al. (2001)⁴² considerano che un minore coinvolgimento degli amministratori all'interno dell'azienda comporti una maggiore oggettività del loro giudizio sull'operato dei manager. Questo porterà a performance migliori quindi l'indipendenza del CdA incide positivamente sul valore creato. Infatti, gli amministratori esterni avranno interesse a controllare che la società sia gestita correttamente in quanto essere amministratore di un'impresa ben gestita permette di mostrare sul mercato un certo livello di competenze possedute. Weisbach sostiene però che il CdA non dovrà essere costituito totalmente da soggetti esterni in quanto gli insiders sono futuri possibili CEO e dunque la loro presenza è necessaria affinché essi acquisiscano esperienza e gli amministratori esterni

³⁹ D. YERMACK, *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, Journal of Financial Economics, 40, 1996, p. 209.

⁴⁰ T. EISENBERG, S. SUNDGREN, M. T. Wells, *Large board size and decreasing firm value in small firms*, Journal of Financial Economics, 48, 1998, p. 53.

⁴¹ M. S. WEISBACH, *Outside Directors and CEO Turnover*, Journal of Financial Economics, 20, 1988, p. 433.

⁴² M. HUSON, R. PARRINO, L. Starks, *Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective*, Journal of Finance, 56, 2001, p. 2267.

possano valutare potenziali candidati al ruolo di CEO. Per quanto riguarda l'insider ownership, questo aspetto permette una riduzione del conflitto tra i manager e gli azionisti esterni, impattando in maniera positiva sul valore aziendale e determinando quindi migliori performance. Questo è dimostrato dallo studio di Oswald e Jahera⁴³. Infatti, essi ritengono che quanto più i soggetti che hanno autorità decisionale possiedono azioni della società, tanto più saranno migliori le performance. Come è noto, tra manager e azionisti si configura un conflitto di agenzia che porta i primi ad avvantaggiarsi a discapito dei secondi. Se però i manager possiedono azioni, si ridurrà la loro tendenza ad attuare comportamenti che riducano il rendimento azionario ma anzi saranno portati ad assumere atteggiamenti che vadano a vantaggio anche degli altri shareholders. L'insider ownership ridurrà dunque il conflitto tra manager ed azionisti e questo porterà a maggiori benefici di agenzia anche nel quadro dei rapporti tra azionisti di maggioranza e minoranza e ad una crescita del valore aziendale e delle performance.

Nonostante i risultati prevalenti nella letteratura mostrino un impatto positivo di adeguati sistemi di corporate governance sulla performance, non mancano anche evidenze contrastanti. Infatti Aman e Nguyen⁴⁴ notano che in Giappone le imprese

⁴³ S. L. OSWALD, J. S. J. JAHERA, *The influence of ownership on performance: an empirical study*, Strategic Management Journal, 12, 1991, p. 325.

⁴⁴ H. AMAN, e P. NGUYEN, *Do Stock Prices Reflect the Corporate Governance Quality of Japanese Firms?*, Working Paper, University of New South Wales, 2007, p.1.

in cui il controllo della corporate governance è minore hanno migliori performance rispetto a quelle in cui invece questa funzione è molto forte. In questa analisi la corporate governance è valutata considerando le caratteristiche del consiglio di amministrazione, la struttura proprietaria e il rispetto degli interessi degli investitori. La relazione secondo cui a minori attività di governance corrispondono migliori performance può essere spiegata considerando l'elevata esposizione di queste imprese al rischio relativo al book-to-market. Quindi la relazione negativa tra corporate governance e performance è spiegata dall'esposizione al rischio: quando l'attività di governance è forte, questo rischio sarà minore e dunque si conseguiranno minori performance⁴⁵, misurate tramite il rendimento azionario.

Un altro studio condotto da Leng⁴⁶ mostra invece che non c'è una relazione significativa tra le performance e alcuni elementi di corporate governance, quali la proporzione di direttori non esecutivi, il grado di proprietà degli azionisti di maggioranza e la dualità del CEO che ricopre anche il ruolo di chairman.

2.2.2. La performance e le caratteristiche aziendali

Tra le determinanti della performance è bene prendere in considerazione le caratteristiche aziendali, quali ad esempio la crescita, gli anni di attività, le strategie

⁴⁵ H. AMAN, P. NGUYEN, *op. cit.*, p. 19.

⁴⁶ A. CHANG, A. LENG, *The Impact of Corporate Governance Practices on Firms' Financial Performance: Evidence from Malaysian Companies*, ASEAN Economic Bulletin, Vol. 21, No. 3 (December 2004), p. 315.

adottate e molte altre. Hawawini et al.⁴⁷ si domandano perché imprese appartenenti alla stessa industria possano generare performance diverse e spiegano questo fatto proprio riconducendolo alle caratteristiche delle singole aziende. Questa visione può basarsi sull'approccio Resource-Based, in quanto le risorse possedute dalle singole imprese permettono di ottenere vantaggio competitivo e dunque migliori performance, se esse sono difficilmente imitabili o scambiabili.

Uno studio condotto da Zeeshan Fareed et al.⁴⁸ analizza in che modo variabili firm-specific, quali la crescita e la produttività, incidano sulla performance. Le imprese che sono in una fase di crescita ottengono risultati finanziari positivi, data la relazione tra “growth” e ROA. Questo aspetto è approfondito anche da Jovanovic⁴⁹, secondo cui le imprese in crescita migliorano le loro performance. Ci si potrebbe chiedere se si verifichi prima una crescita aziendale a cui segue un miglioramento delle performance o viceversa. Infatti, è sicuramente vero che la crescita influenza positivamente il valore creato dall'impresa ma è altrettanto vero che le maggiori performance supportano la crescita aziendale. Dunque si potrebbe parlare di una reciproca relazione positiva. Per quanto riguarda la produttività risulta invece una relazione negativa con i profitti e questo potrebbe essere spiegato

⁴⁷ G. HAWAWINI, V. SUBRAMANIAN, P. VERDIN, *Is Performance Driven by Industry- or Firm-Specific Factors? A New Look at the Evidence*, Strategic Management Journal, Vol. 24, No. 1 (Jan., 2003), pp. 2-3.

⁴⁸ Z. FAREED, F. SHAHZAD, M. I. NAZIR, A. ULLAH, *Determinants of profitability: evidence from power and energy sector*, Studia Ubb Oeconomica, vol. 61, issue 3, 2016, p. 71.

⁴⁹ B. JOVANOVIC, *Selection and the Evolution of Industry*, Econometrica, Vol. 50, No. 3 (May, 1982), p. 654.

considerando che gli elevati costi di produzione potrebbero incidere negativamente sui risultati. Se però si adotta una politica volta alla riduzione di questi costi, si avrà una crescita delle performance all'aumentare della produttività. Questa relazione positiva è sostenuta da Nguyen et al.⁵⁰, secondo cui i manager porranno attenzione ad incrementare la produttività tramite investimenti in tecnologia che permetteranno una riduzione dei costi di gestione e del numero dei dipendenti da retribuire, determinando così una crescita del valore creato dall'azienda.

Odusanya et al.⁵¹ concentrano la loro attenzione sulle imprese quotate in Nigeria, analizzandone la relazione tra performance e variabili aziendali quali gli anni di attività dell'impresa, i beni tangibili e il rischio finanziario. Questo studio evidenzia una relazione positiva tra anni di attività e profittabilità: quest'ultima aumenta al crescere dell'età dell'impresa. Infatti, come sostenuto dalla teoria del Pecking Order, le imprese mature ricorrono prevalentemente all'autofinanziamento dato che hanno accumulato maggiori profitti negli anni. Su questa relazione può essere però svolta anche un'altra riflessione. Come evidenziato da Pervan et al.⁵², in alcuni casi si riscontra che questa relazione è negativa poiché l'impresa, nella sua

⁵⁰ P. NGUYEN, A. NGUYEN, T. NGO, P. NGUYEN, *The Relationship between Productivity and Firm's Performance: Evidence from Listed Firms in Vietnam Stock Exchange*, Journal of Asian Finance, Economics and Business, Vol 6, No 3, (2019), p. 137.

⁵¹ I. A. ODUSANYA, O. G. YINUSA, B. M. ILO, *Determinants of Firm Profitability in Nigeria: Evidence from Dynamic Panel Models*, Spoudai Journal of Economics and Business, Vol.68 (2018), Issue 1, p. 53.

⁵² M. PERVAN, I. PERVAN e M. ĆURAK, *The Influence of Age on Firm Performance: Evidence from the Croatian Food Industry*, Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics, Vol. 2017, p. 8.

fase di maturità, diviene più burocratizzata, riduce la sua flessibilità organizzativa e tende ad assumere meno rischio e ad evitare grandi ristrutturazioni aziendali. Tutto ciò porterà ad un peggioramento delle performance man mano che si andrà avanti con gli anni. Questo risultato è sostenuto anche da Karakaya e Parayitam⁵³ che, appunto, sottolineano come le imprese mature non riescano ad operare allo stesso modo di quelle giovani e questo porta ad una minore creazione di valore.

Per quanto riguarda i beni tangibili⁵⁴, essi risultano incidere negativamente sulle performance, in quanto alcuni di essi si svalutano nel tempo o non sono coinvolti nel processo produttivo. Questo aspetto è analizzato anche da Lazar⁵⁵, che conferma la relazione negativa. Egli analizza le performance delle imprese quotate in Romania ed attribuisce l'incidenza negativa dei beni tangibili sui risultati aziendali al fatto che nelle imprese romene questi beni rappresentano la metà del totale delle attività ed includono anche piattaforme industriali che non generano più profitto. Chukwu et al.⁵⁶ realizzano una distinzione tra le varie tipologie di beni tangibili, sostenendo che impianti e macchinari permettono di accrescere efficienza

⁵³ F. KARAKAYA e S. PARAYITAM, *Market entry barriers and firm performance: higher-order quadratic interaction effects of capital requirements and firm competence*, International journal of Markets and Business Systems, Vol. 3, No. 2, 2018, p. 136.

⁵⁴ I. A. ODUSANYA, O. G. YINUSA, B. M. ILO, *op. cit.*, p. 54.

⁵⁵ S. LAZAR, *Determinants of firm performance: evidence from Romanian listed companies*, Review of economic and business studies, Volume 9, 2016, Issue 1, p. 64.

⁵⁶ G. CHUKWU, C. EGBUHZOR, *Tangible Assets and Corporate Performance: Evidence from the manufacturing industry in Nigeria*, Research Journal of Financial Sustainability Reporting, Vol. 2, No 1, 2017, p. 276.

e performance mentre terreni ed edifici incidono negativamente sulla creazione di valore se non vengono rivalutati negli anni.

Per quanto riguarda il rischio finanziario⁵⁷ che l'impresa decide di sopportare, si nota una relazione negativa con le performance. Infatti, quando questo rischio è troppo alto, l'impresa sopporterà oneri finanziari molto elevati e, qualora questi superino il reddito prima delle imposte, non beneficerà di alcun vantaggio fiscale e ciò impatterà negativamente sul valore aziendale.

Noel Capon et al.⁵⁸ analizzano come i fattori strategici incidano sulle performance finanziarie dell'impresa. Si nota come le attività di R&S e l'integrazione verticale migliorino la performance, al contrario della diversificazione che invece la riduce in quanto determina una minore esposizione al rischio. Lo studio condotto da Huo e Hung⁵⁹ considera invece la strategia di internazionalizzazione, mostrando una relazione positiva con i profitti. Infatti, questa strategia permette all'impresa di incrementare le sue core competences ed acquisire conoscenze che permettono un miglioramento delle performance aziendali.

⁵⁷ I. A. ODUSANYA, O. G. YINUSA, B. M. ILO, *op. cit.*, p. 54.

⁵⁸ N. CAPON, J. U. FARLEY, S. HOENIG, *Determinants of financial performance: a meta-analysis*, Management science, Vol. 36, No. 10. October 1990. P. 1156.

⁵⁹ D. HUO e K. HUNG, *Internationalization strategy and firm performance: estimation of corporate strategy effect based on big data of chinese it companies in a complex network*, Romanian Journal of Economic Forecasting –XVIII (2) 2015, p. 157.

Un altro aspetto che viene approfondito dagli studiosi è quello relativo alla dimensione d'impresa, in quanto si nota che aziende con dimensioni differenti raggiungono diversi livelli di performance. Molti studiosi si sono concentrati sull'analisi della performance nelle piccole e grandi imprese, valutandone le differenze. Zeeshan Fareed et al.⁶⁰ evidenziano una relazione positiva tra dimensione e performance, dimostrando che imprese più grandi riescono a determinare risultati finanziari migliori rispetto a quelle di piccole dimensioni. Anche Odusanya et al.⁶¹ giungono allo stesso risultato, riscontrando una relazione positiva tra la capacità di creare valore e la dimensione dell'impresa. Lee⁶² va a verificare se effettivamente le grandi imprese conseguano migliori performance. Egli sottolinea che studi recenti spiegano questa relazione riconducendola alla possibilità delle grandi imprese di sfruttare le economie di scala e di accedere più facilmente al mercato di capitale. Su quest'ultimo aspetto bisogna infatti sottolineare che le piccole imprese subiscono il finance gap⁶³, ovvero non riescono ad accedere a tutte le fonti di finanziamento, anche a causa della mancanza di trasparenza che le rende più rischiose agli occhi degli investitori. Alcuni studi però considerano che la relazione tra dimensione e performance non sia così forte, riflettendo sul fatto che anche le imprese di piccole dimensioni possono accedere a

⁶⁰ Z. FAREED, F. SHAHZAD, M. I. NAZIR, A. ULLAH, *op. cit.*, p. 73.

⁶¹ I. A. ODUSANYA, O. G. YINUSA, B. M. ILO, *op. cit.*, p. 55.

⁶² J. LEE, (2009). *Does size matter in firm performance? Evidence from US public firms*, International journal of the Economic of Business, 16(2), pp. 189–190.

⁶³ S. HOLMES e P. KENT, *op. cit.*, p. 143.

mercati di nicchia. Jim Lee tramite il suo studio conferma invece la forte relazione positiva tra le due variabili. Lo studioso Keith Glancey⁶⁴ si concentra sulle determinanti delle performance nelle piccole aziende imprenditoriali. Nelle imprese di ridotte dimensioni, proprietà e gestione sono solitamente nelle mani dello stesso individuo, mentre nelle grandi aziende c'è separazione tra le due funzioni. La letteratura mostra che non tutti gli imprenditori sono volti alla massimizzazione del valore in quanto non sono motivati ad accrescere l'azienda, dato che sono capi di loro stessi. Inoltre tendono spesso a non assumere un numero di dipendenti troppo elevato affinché le funzioni non siano eccessivamente delegate ma rimangano concentrate nelle loro mani. Anche in questo caso si mostra una relazione positiva tra dimensione e performance poiché le imprese più grandi riescono a sfruttare le economie di scala. Inoltre Keith Glancey considera che le grandi imprese siano tali perché hanno alle spalle l'operato di un imprenditore che si è concentrato sull'ottenimento di un elevato valore aziendale, determinando così la crescita della dimensione d'impresa. Riflette quindi sul fatto che quelle di piccole dimensioni rimarranno tali se l'imprenditore sarà motivato da gratifiche non pecuniarie, in quanto non porrà la sua attenzione verso il valore aziendale, determinando così minori performance. Infatti, questi privilegi non pecuniari, quali ad esempio

⁶⁴ G. KEITH, *Determinants of Growth and Profitability in Small Entrepreneurial Firms*, International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research, 4 (1), 1998, pp. 18-21.

l'utilizzo di uffici lussuosi, aerei privati, auto di lusso o incontri di lavoro in luoghi turistici, determinano oneri che incidono negativamente sul valore azionario.

Si nota quindi che è fondamentale analizzare le caratteristiche aziendali per valutare come esse influenzino la determinazione dei risultati. Bisogna considerare, però, che non solo questi aspetti influenzano i profitti aziendali. Infatti, anche l'industria in cui l'impresa opera gioca spesso un ruolo fondamentale.

2.2.3. La performance e gli aspetti industry-specific

Molti studiosi ritengono che l'impatto degli aspetti industry-specific sia fondamentale nella determinazione delle performance. Essi basano i loro studi sul modello Struttura-Condotta-Performance, secondo cui la struttura di mercato, e dunque le caratteristiche strutturali dell'industria, influenzano le performance aziendali. Diversi studi si concentrano sul confrontare l'impatto dei fattori relativi all'industria e di quelli relativi all'impresa sui risultati aziendali conseguiti.

Caloghirou et al.⁶⁵ confrontano, infatti, l'incidenza dei fattori firm- e industry-specific sulle performance. Essi considerano, come variabili riferite all'industria, la concentrazione industriale e la differenziazione di prodotto mentre le variabili firm-specific considerate sono le competenze e gli assets posseduti dall'impresa. In

⁶⁵ Y. CALOGHIROU, A. PROTOGEROU, Y. SPANOS, L. PAPAGIANNAKIS, *Industry- versus Firm-specific Effects on Performance: Contrasting SMEs and Large-sized Firms*, European Management Journal Vol. 22, No. 2, 2004, pp. 232-233.

questo studio è presa in esame la visione dell'organizzazione industriale (Industrial Organization), secondo cui la concentrazione, le barriere all'entrata e la crescita dell'industria in cui l'impresa opera ne influenzano il valore e dunque le performance. In particolare, la concentrazione industriale risulta essere l'elemento di maggiore interesse. Si ritiene che alti livelli di concentrazione comportino migliori performance in quanto l'impresa avrà, in questa situazione, maggior controllo sul prezzo. La concentrazione è dunque associata ad una minore competizione e dunque a maggiori profitti. Questi maggiori profitti però attireranno nuovi entranti nell'industria e perciò è fondamentale anche la presenza di forti barriere all'entrata, come ad esempio la differenziazione di prodotto che permette alle imprese già operanti nell'industria di conseguire migliori performance. Karakaya e Parayitam⁶⁶ sottolineano che forti barriere all'entrata permettono alle imprese già operanti nell'industria di mantenere il proprio vantaggio competitivo e quindi determinano un impatto positivo sul valore. Per spiegare questo concetto si può considerare, ad esempio, il caso estremo del monopolio: se entrasse una nuova impresa nel mercato monopolistico, si passerebbe a un duopolio e dunque i profitti del monopolista si ridurrebbero. Quindi la presenza di basse barriere faciliterebbe l'accesso di nuove imprese e questo ridurrebbe le performance degli incumbents. Caloghirou et al. considerano come altra variabile la crescita industriale⁶⁷, che offre

⁶⁶ F. KARAKAYA e S. PARAYITAM, *op. cit.*, p. 135.

⁶⁷ Y. CALOGHIROU, A. PROTOGEROU, Y. SPANOS, L. PAPAGIANNAKIS, *op. cit.*, p. 232.

maggiori opportunità alle singole imprese di incrementare il proprio valore. Una forte crescita porta solitamente ad un aumento di produttività, investimenti e spese per gli acquisti. L'effetto netto di questi aspetti porta ad una crescita delle performance.

Questi studiosi contrappongono a questa visione dell'Industrial Organization quella relativa alla Resource-based view, secondo cui le performance dipendono unicamente dagli assets posseduti dall'impresa e non da fattori industriali. Essi valutano l'impatto di variabili firm- e industry-specific sulle performance, anche in relazione alla dimensione aziendale⁶⁸. Infatti, confrontano l'incidenza di questi fattori sui risultati delle imprese di piccola e grande dimensione. Tramite la loro analisi si nota che la concentrazione industriale ha un impatto positivo ma debole sulle performance delle piccole e medie imprese. Per quanto riguarda invece le grandi aziende, la variabile che influenza maggiormente le performance risulta essere la crescita industriale. A livello invece di fattori firm-specific, nelle imprese di grandi dimensioni risultano più importanti, nella determinazione dei profitti, gli assets finanziari piuttosto che quelli tecnologici. In linea generale, dalla loro analisi si evince che le variabili riferite all'impresa incidono maggiormente sulle performance, e quindi sul valore creato, rispetto a quelle industriali. Anche Lee⁶⁹ giunge a questo risultato, sostenendo che i fattori industriali, nello specifico

⁶⁸ Y. CALOGHIROU, A. PROTOGEROU, Y. SPANOS, L. PAPAGIANNAKIS, *op. cit.*, p. 239.

⁶⁹ J. LEE, *op. cit.*, p. 200.

concentrazione di mercato e barriere all'entrata, abbiano un ruolo importante nello spiegare la determinazione dei profitti d'impresa ma che essi siano trascurabili quando si è in presenza di effetti firm-specific. Al contrario, Schmalensee⁷⁰ afferma nei suoi studi l'importanza dei fattori industry-specific, sostenendo che essi spiegano il 75% della varianza del ROA. Allo stesso tempo, egli sostiene che non esistano effetti degli aspetti firm-specific sulle performance.

Hawawini et al.⁷¹ dimostrano che i fattori industry-specific hanno un diverso impatto sulla creazione di valore in base all'impresa considerata. Infatti, per le aziende leader e per quelle che hanno le peggiori performance, l'impatto di questi fattori è minore rispetto agli aspetti firm-specific. Al contrario, per tutte le altre imprese è molto forte l'incidenza dei fattori industry-specific. Anche lo studio condotto da Noel Capon et al.⁷² evidenzia l'importanza della presenza di fattori industriali nella determinazione del valore aziendale. Dalla loro analisi emerge un impatto positivo sulle performance dato da concentrazione industriale, crescita e dimensione dell'industria, barriere all'entrata ed economie di scala. Risulta invece negativo l'impatto dell'esportazione ed importazione a livello industriale.

Si nota dunque che gli aspetti riferibili all'industria hanno sicuramente un ruolo fondamentale nell'influenzare i risultati che l'impresa riesce a conseguire.

⁷⁰ R. SCHMALENSEE, *Do Markets Differ Much?*, The American Economic Review, Vol. 75, No. 3 (Jun., 1985), p. 349.

⁷¹ G. HAWAWINI, V. SUBRAMANIAN e P. VERDIN, *op. cit.*, p. 14.

⁷² N. CAPON, J. U. FARLEY, S. HOENIG, *op. cit.*, p. 1156.

Nonostante ciò, si evidenzia spesso che il loro impatto è minore rispetto a quello dei fattori firm-specific e questo spiega il fatto che diverse imprese appartenenti alla stessa industria possano determinare performance diverse. Considerare gli aspetti industry- e firm-specific è sicuramente importante per valutare il valore aziendale creato, ma è necessario non trascurare anche il ruolo del paese in cui l'impresa si trova a svolgere la sua attività. Infatti, ogni paese può essere caratterizzato da specifici fattori che influenzano i profitti, come sarà in seguito approfondito.

2.2.4. La performance e gli aspetti country-specific

Nell'analisi delle determinanti della performance, è necessario considerare anche aspetti relativi al paese in cui l'impresa opera. È infatti noto che aspetti legali, finanziari, istituzionali e culturali di un paese influenzino il valore creato dall'impresa.

Approfondendo prima di tutto gli aspetti istituzionali e legali, si nota che i principali fattori tenuti in considerazione negli studi relativi a questo tema riguardano i vincoli legislativi (Botero et al.⁷³), la qualità della burocrazia, la corruzione e la forza del sistema legale (Durnev e Kim⁷⁴). Gli studi condotti da

⁷³ J. BOTERO, S. DJANKOV, R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, *The Regulation of Labor*, Quarterly Journal of Economics, 2004, p. 1339.

⁷⁴ A. DURNEV, H. KIM, *To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation*, Journal of Finance, LX (3), 2005, pp. 1487-1489.

Beck et al.⁷⁵, Ayyagari et al.⁷⁶, Hallward-Driemeier et al.⁷⁷ mostrano che i vincoli percepiti dalle imprese impattano fortemente sulle loro performance. Dai loro studi è possibile approfondire l'influenza dei fattori istituzionali e legali del paese sulle performance. In particolare, Beck et al.⁷⁸ dimostrano che sistemi finanziari e legali non adeguatamente sviluppati e un elevato livello di corruzione rappresentano un freno per la crescita del valore delle imprese e dunque per le loro performance. Essi sostengono che questo effetto negativo sia particolarmente forte nelle aziende di piccole dimensioni. Infatti, le piccole imprese ricorrono maggiormente al canale bancario e solitamente dipendono da finanziamenti a lungo termine e da prestiti più consistenti rispetto a quelle di grandi dimensioni. Dunque, un sistema finanziario sottosviluppato rappresenta un grande ostacolo per le piccole imprese. Inoltre, a livello legale, sono spesso previste agevolazioni per le aziende di ridotte dimensioni e quindi un sistema legale inefficace potrebbe andare a loro svantaggio, così come un elevato livello di corruzione. Inoltre dimostrano che le imprese operanti in paesi ad alta corruzione subiscono fortemente l'impatto negativo dei fattori country-specific rispetto alle realtà dove la corruzione è ridotta. Essi considerano anche

⁷⁵ T. BECK, A. DEMIRGUC-KUNT, V. MAKSIMOVIC, *Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?*, Journal of Finance, LX, 1, February 2005, p. 137.

⁷⁶ M. AYYAGARI, A. DEMIRGUC-KUNT e V. MAKSIMOVIC, *How important are financing constraints? The role of finance in the business environment*, The World Bank Economic Review, Vol. 22, No. 3 (2008), p. 483.

⁷⁷ M. HALLWARD-DRIEMEIER, S.J WALLSTEIN e L.C. XU, *Ownership, Investment Climate and Firm Performance*, Economics of Transition, Vol. 14, No. 4, 2006, p. 629.

⁷⁸ T. BECK, A. DEMIRGUC-KUNT e V. MAKSIMOVIC, *op. cit.*, p. 170.

fattori macroeconomici a livello di paese, quali gli alti tassi di interesse e la mancanza di denaro da parte dei sistemi bancari, fattori che incidono negativamente sulla crescita del valore aziendale. Ayyagari et al.⁷⁹ evidenziano alcuni ostacoli relativi al paese che incidono direttamente su crescita e performance delle imprese. Essi sono l'instabilità politica e finanziaria del paese e il tasso di criminalità. Tra questi, gli ostacoli finanziari risultano essere quelli che maggiormente influenzano i risultati aziendali. Inoltre, sostengono che altri fattori incidano indirettamente sulla crescita delle imprese, come ad esempio l'inefficienza del sistema legale e fiscale e l'instabilità a livello macroeconomico. Inoltre, Hallward-Driemeier et al.⁸⁰ dimostrano che le performance, e quindi il valore aziendale, sono fortemente correlate con oneri normativi, corruzione e flessibilità del mercato del lavoro. Evidenziano poi che sono limitati i vantaggi derivanti da un miglioramento dell'accesso bancario. Commander e Nikoloski⁸¹ considerano invece il rapporto tra sistema politico del paese e performance, sostenendo che la democrazia favorisce solitamente la crescita del valore delle imprese.

Quando l'impresa svolge la sua attività in più paesi è possibile considerare non solo l'effetto delle caratteristiche del paese d'origine sulle performance ma anche

⁷⁹ M. AYYAGARI, A. DEMIRGUC-KUNT e V. MAKSIMOVIC, *op. cit.*, p. 509.

⁸⁰ M. HALLWARD-DRIEMEIER, S.J WALLSTEIN e L.C. XU, *op. cit.*, p. 645.

⁸¹ S. COMMANDER e Z. NIKOLOSKI, *Institutions and economic performance: What can be explained?*, European Bank for reconstruction and development, Working Paper No. 121, p. 17.

quello relativo al paese ospitante. Makino, Isobe, e Chan (2004)⁸² studiano in particolare come le caratteristiche del paese ospitante possano incidere sulle performance delle imprese multinazionali, dimostrando che il loro impatto è notevole. Diversi studiosi (ad esempio, LaPorta, Lopez-de-Silanes, Pop-Eleches e Schleifer⁸³) si occupano invece di osservare come i fattori istituzionali del paese d'origine incidano sulle imprese internazionalizzate. Per paese d'origine è da intendersi la nazione in cui l'impresa si identifica culturalmente e dal punto di vista normativo o in cui è stata fondata. È dunque l'area geografica in cui sono collocate le principali unità operative dell'impresa. Per paese ospitante si intende invece quello in cui l'azienda internazionalizzata ha imprese affiliate. Lo studio condotto da Makino et al. (2008)⁸⁴ mostra che le istituzioni economiche, politiche e sociali del paese ospitante influenzano le performance delle affiliate, in quanto rappresentano il livello di sviluppo istituzionale del paese. Questi tre aspetti incidono diversamente sulla creazione di valore nelle varie imprese affiliate poiché ogni azienda può essere particolarmente sensibile all'uno o all'altro di questi fattori. L'analisi condotta da McGahan e Victor⁸⁵ si concentra invece sugli effetti che il

⁸² S. MAKINO, T. ISOBE, C. CHAN, *Does country matter?*, Strategic Management journal, 25(10), 2004, p. 1027.

⁸³ R. LAPORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, C. POP-ELECHES, A. SCHLEIFER, *Judicial checks and balances*, journal of Political Economy, 112(2), 2004, pp. 468-469.

⁸⁴ S. MAKINO, T. ISOBE e C. CHAN, *Which country matters? institutional development and foreign affiliate performance*, Strategic management journal, 29, 2008, p. 1194.

⁸⁵ A. M. MCGAHAN, R. VICTOR, *How much does home country matter to corporate profitability*. Journal of International Business Studies, 41(1), 2010, pp. 143-147.

paese d'origine ha sul valore delle imprese che operano solo nel paese domestico e di quelle che si rivolgono a più paesi. Questi studiosi vanno quindi ad osservare come gli aspetti home-country specific, quali impronta culturale, organizzazione e caratteristiche istituzionali, incidano sulle performance delle imprese. Essi dimostrano innanzitutto che il paese d'origine influenza i dipendenti aziendali, tra cui i manager, a livello culturale e questo quadro cognitivo si riflette sulle operazioni che essi attuano anche nei paesi ospitanti. Dunque "l'imprinting" del paese d'origine influenza le performance delle imprese. È quindi possibile considerare un'ulteriore variabile country-specific che determina un impatto sui profitti aziendali, ovvero la cultura, al fianco degli aspetti istituzionali e legali precedentemente analizzati. L'aspetto culturale e il suo impatto sulla creazione di valore sono approfonditi anche da Balan e Vasile⁸⁶. Essi ritengono che la cultura determini lo sviluppo economico di un paese. Rientrano nella dimensione culturale la religione, le abitudini, il linguaggio, le convenzioni, l'istruzione. Questi elementi, influenzando lo sviluppo del paese, incidono anche sulle performance conseguite dalle imprese. Le multinazionali dovranno dunque essere abili ad accettare e sfruttare a proprio vantaggio le differenze culturali tra i diversi paesi in cui operano. Nella scelta dei paesi a cui rivolgersi, il fattore culturale è sicuramente da tenere in considerazione. Bisognerà orientarsi verso paesi con una lingua nota, per attuare

⁸⁶ M. BĂLAN, V. VASILE, *Cultural determinants of economic performance in Romania*, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 188, 2015, p. 291.

efficaci politiche di comunicazione, e con alti livelli di istruzione, se l'obiettivo è quello di trarre vantaggio dalle loro conoscenze e migliorare così le performance. Inoltre, il paese domestico determina anche le risorse disponibili e l'apprendimento, che si riflettono sulle capacità organizzative dell'impresa. McGahan e Victor⁸⁷ dimostrano che gli aspetti home-country specific influenzano le performance sia per le imprese che operano nel mercato domestico sia per le multinazionali, ma con un impatto diverso. Infatti, risultano influenzare maggiormente i risultati finanziari delle imprese domestiche. In un altro studio, Makino et al. (2004)⁸⁸ sottolineano che il contesto nazionale incide sulle performance e questo effetto influenza le imprese affiliate tanto quanto gli aspetti riferiti all'industria, quindi la scelta del paese ospitante risulta essere importante alla pari della scelta dell'industria a cui rivolgersi. Inoltre, essi sostengono che l'effetto dei fattori country- e industry-specific sia più forte nei paesi emergenti rispetto a quelli sviluppati. È quindi possibile evidenziare delle differenze tra le performance aziendali nei diversi paesi in base al loro grado di sviluppo proprio perché, come dimostrato fino ad ora, gli aspetti relativi al paese in cui l'impresa opera influenzano il suo valore.

⁸⁷ A. M. MCGAHAN, R. VICTER, *op. cit.*, p. 162.

⁸⁸ S. MAKINO, T. ISOBE e C. CHAN, 2004, *op. cit.*, pp. 1029-1030, 1037.

2.2.5. *La performance nei paesi emergenti e sviluppati*

Secondo la definizione fornita da “Il Sole 24 Ore”⁸⁹, sono da considerare paesi emergenti quelle economie che non sono ancora completamente sviluppate ma che mostrano un alto potenziale di crescita a fronte di investimenti molto rischiosi. Si tratta quindi di paesi con una struttura economica in ritardo rispetto a quelli sviluppati. Sono stati classificati come paesi emergenti i “BRICS” (cioè Brasile, Russia, India, Cina e Sud Africa) e i “MINT” (cioè Messico, Indonesia, Nigeria e Turchia), ma in realtà ci si può riferire ad un più ampio numero di paesi eterogenei. La classificazione di paesi emergenti che solitamente viene presa in considerazione è quella realizzata dall’OCSE, che si basa sul livello medio di reddito pro capite, e quella degli indici MSCI, che sono indici azionari basati su diverse aggregazioni geografiche. Sono invece paesi sviluppati quelli con economie avanzate ed elevati livelli di reddito pro capite. Hanno quindi un maggior grado di sviluppo dal punto di vista economico e delle infrastrutture tecnologiche.

La teoria neoclassica dei mercati competitivi⁹⁰ sostiene che le performance delle imprese convergano alla stessa media. Infatti, quando le aziende hanno basse performance cercheranno di migliorarle tramite investimenti ad alto rendimento e assunzione di personale più qualificato e competente, in modo da poter imitare le

⁸⁹ IL SOLE 24 ORE, “Paese emergente”, https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/paesi-emergenti.html?refresh_ce=1.

⁹⁰ A. CHACAR, B. VISSA, *Are emerging economies less efficient? Performance persistence and the impact of business group affiliation*, Strategic Management Journal, 26, 2005, p. 933.

scelte delle imprese con maggiori profitti. Al contrario, le imprese con alte performance vedranno ridurre i loro risultati a causa della competizione e dell'imitazione da parte delle altre aziende. La realtà empirica però non sempre conferma questa teoria. Come evidenziato da Chacar e Vissa⁹¹, molti studi ritengono che i paesi emergenti si trovino in un contesto istituzionale che influenza negativamente la competizione, determinando una maggiore persistenza delle performance. Altri, al contrario, ritengono che l'aspetto competitivo sia forte nei paesi emergenti così come in quelli sviluppati. Chacar e Vissa analizzano la persistenza delle performance nelle due categorie di paesi. Essi vanno a verificare se le performance superiori o inferiori alla media persistano nel tempo maggiormente nei paesi emergenti rispetto a quelli sviluppati, a causa dell'effetto dell'ambiente istituzionale. Nella loro analisi utilizzano come paesi di riferimento, per le due categorie considerate, gli Stati Uniti e l'India. Essi dimostrano che non c'è differenza nella persistenza delle performance superiori alla media tra paesi emergenti e sviluppati, mentre le performance basse persistono maggiormente nei paesi in via di sviluppo.

Hernan Etiennot et al.⁹² studiano come i fattori country- e industry-specific influenzino le performance nelle due categorie di paesi considerate. In questa

⁹¹ A. CHACAR, B. VISSA, (2005), *op. cit.*, pp. 934–935, 941.

⁹² E. VASSOLO, H. MCGAHAN, *How do industry and country impact firm performance? A national and supranational analysis*, *Review of Managerial Science* (2019) 13, pp. 792–796.

analisi le performance sono misurate tramite il ROA, distinguendo tra componenti permanenti e componenti transitorie. Essi notano che nei paesi sviluppati solo i fattori industriali incidono sulla componente permanente mentre nei paesi emergenti sono significativi sia gli aspetti industry- specific che quelli country- e firm- specific. Inoltre notano che nei paesi in cui il contesto istituzionale è poco sviluppato, gli aspetti country- specific hanno un forte impatto sulla componente transitoria.

Tra paesi emergenti e sviluppati possono riscontrarsi differenti performance proprio perché, come visto in precedenza, i fattori country-specific influenzano il valore aziendale creato e questi fattori riguardano aspetti istituzionali, legali e culturali che differiscono profondamente nelle due categorie di paesi considerati. Come evidenziato da Kim e Lim (1998)⁹³, i paesi hanno diverse strutture istituzionali e questo incide sulle performance delle imprese operanti in contesti diversi. Khanna e Palepu (1997)⁹⁴ sostengono che l'ambiente istituzionale nei paesi emergenti sia caratterizzato da mercati di capitale poco sviluppati, mancanza di informazioni, forte presenza dello Stato nelle operazioni commerciali e tutto ciò rende gli scambi e dunque le performance minori rispetto alle imprese nei paesi

⁹³ Y. KIM, e K. LIM, *Environment, generic strategies, and performance in a rapidly developing country: A taxonomic approach*, Academy of Management Journal, 31, 1988, pp. 821-823.

⁹⁴ T. KHANNA, K. PALEPU, *Why focused strategies may be wrong for emerging markets*, Harvard Business Review ,75(4), 1997, pp. 41-42.

sviluppati. Dato che l'efficienza istituzionale incide sui costi sostenuti dalle imprese, le performance possono differire fortemente tra diversi paesi.

Nel confronto tra paesi emergenti e sviluppati è importante considerare, tra gli aspetti country-specific, anche l'intervento dello Stato nell'economia, per valutarne il riflesso su performance e valore aziendale. Il coinvolgimento diretto dello Stato è un fenomeno molto forte nei paesi emergenti, come Cina e Corea. In India, ad esempio, il sistema creditizio e finanziario è per lo più in mano al Governo. L'analisi condotta da Karabag e Berggren⁹⁵ va ad esaminare le performance nei paesi emergenti considerando, tra altre variabili, proprio l'intervento statale. Bisogna sottolineare che nei paesi sviluppati lo Stato influenza le performance alla pari degli altri attori di mercato, mentre nei paesi emergenti gioca un ruolo importante nell'economia, andando a determinare forti effetti sul valore creato dalle aziende. Karabag e Berggren, considerando un intervento statale volto al raggiungimento di più elevati livelli di produttività, stabiliscono una relazione positiva tra questo e le performance delle aziende. Bisogna però sottolineare che quando l'impresa si rivolge ad una strategia di diversificazione, l'intervento dello Stato influenza negativamente la produttività perchè potrebbe portare l'impresa

⁹⁵ S. F. KARABAG e C. BERGGREN, *Antecedents of firm performance in emerging economies: Business groups, strategy, industry structure, and state support*, 2014, *Journal of Business Research*, (67), 10, p. 2214.

verso forme di diversificazione poco efficienti⁹⁶. L'analisi svolta da D'Souza et al.⁹⁷ considera l'effetto della privatizzazione delle imprese operanti in paesi sviluppati sulle performance, mostrando una relazione positiva. Infatti, a seguito di questo fenomeno, si nota una maggiore efficienza delle aziende, che riescono ad accrescere i profitti, le vendite e la produzione. Essi sottolineano inoltre una differenza nell'effetto della privatizzazione sulle performance nei paesi emergenti rispetto a quelli sviluppati e questo accade per le differenze istituzionali esistenti tra le due realtà considerate. In particolare, si fa riferimento allo sviluppo del mercato finanziario, alla competizione e ad aspetti macroeconomici. L'effetto della privatizzazione sulle performance nei paesi emergenti è approfondito da Boubakri et al.⁹⁸, evidenziando che questo fenomeno determina un miglioramento del valore aziendale, come avviene anche nei paesi sviluppati. Ci sono però delle differenze tra le due categorie di paesi: in quelli sviluppati, infatti, gli aspetti che maggiormente incidono sulle performance post-privatizzazione sono quelli firm-specific, mentre nei paesi emergenti è molto più forte l'incidenza dei fattori istituzionali. Infatti, il miglioramento delle performance è superiore nei paesi in cui c'è uno sviluppato mercato azionario ed elevata protezione dei diritti di proprietà.

⁹⁶ S. F. KARABAG, C. BERGGREN, *op. cit.*, p. 2220.

⁹⁷ J. D'SOUZA, W. MEGGINSON, R. NASH, *Effect of institutional and firm-specific characteristics on post-privatization performance: Evidence from developed countries*, *Journal of Corporate Finance*, 11 (2005), p. 764.

⁹⁸ N. BOUBAKRI, J. COSSET, O. GUEDHAMI, *Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries*, *Journal of Corporate Finance*, 11 (2005), pp. 787-788.

Lo studio condotto da Karabag e Berggren⁹⁹ considera anche altre variabili, oltre all'intervento dello Stato, nell'analisi delle performance nei paesi emergenti. Viene infatti esaminato l'impatto di industria, strategia e appartenenza a gruppi aziendali. È possibile approfondire quindi, oltre agli aspetti country-specific considerati, anche quelli industry- e firm-specific nelle due categorie di paesi confrontate. Per quanto riguarda i fattori relativi all'industria nei paesi emergenti, numerosi studi hanno dimostrato la loro influenza sulla creazione di valore, così come avviene nei paesi sviluppati. In linea con le evidenze empiriche pregresse, Karabag e Berggren dimostrano che nei paesi emergenti si evidenzia una relazione particolarmente forte e negativa tra la performance e la presenza di un'elevata intensità competitiva, di una forte minaccia costituita da prodotti sostitutivi e fornitori e di barriere all'entrata minime. Considerando poi un aspetto firm-specific, cioè la variabile strategica, questi due studiosi sostengono che essa influenzi positivamente le performance delle imprese operanti nei paesi emergenti. Al contrario, molti studi dimostrano che la strategia non incide particolarmente sulle performance delle imprese nei paesi emergenti, ma molto più forte sembra essere l'impatto dei fattori industry-specific. È necessario però distinguere la tipologia di strategia adottata. Infatti, molti studi evidenziano che strategie di leadership di costo portano spesso ad un miglioramento delle performance mentre la differenziazione

⁹⁹ S. F. KARABAG, C. BERGGREN, *op. cit.*, pp. 2213-2214.

comporta solitamente un peggioramento. Per quanto riguarda le strategie di internazionalizzazione¹⁰⁰, si nota che hanno un impatto positivo sulle performance, permettendo una crescita del valore aziendale, ma solitamente nei paesi emergenti la tendenza è quella di operare sul mercato domestico, al contrario dei paesi sviluppati. Questo aspetto sarà in seguito approfondito facendo riferimento anche a come queste strategie incidano sulla relazione tra struttura finanziaria e performance. Inoltre, relativamente all'appartenenza a gruppi aziendali¹⁰¹, emerge da questo studio una relazione positiva con le performance. Questi gruppi aziendali sono una realtà molto diffusa nei paesi emergenti e accade spesso che imprese in mano allo Stato siano privatizzate e vendute a gruppi aziendali. Questi permettono alle imprese di diversificare, dato che si rivolgono a business non correlati, e di realizzare investimenti produttivi migliorando così le performance e il valore aziendale.

Si dimostra dunque che le performance delle imprese operanti nei paesi emergenti possono essere diverse da quelle delle aziende in paesi sviluppati poiché è diverso l'impatto che i vari fattori country-, industry- e firm- specific hanno su di esse.

Dopo aver effettuato la disamina di queste determinanti della performance, risulta ora fondamentale approfondire l'effetto che la struttura finanziaria adottata

¹⁰⁰ D. HUO e K. HUNG, *op. cit.*, p. 157.

¹⁰¹ S. F. KARABAG, C. BERGGREN, *op. cit.*, p. 2220.

dall'impresa ha sui profitti conseguiti. Questo tema risulta essere oggetto di forte interesse da parte degli studiosi e perciò verrà di seguito approfondito.

CAPITOLO 3: LA RELAZIONE TRA STRUTTURA FINANZIARIA E PERFORMANCE NEI PAESI EMERGENTI E SVILUPPATI

3.1. RELAZIONE TRA STRUTTURA FINANZIARIA E PERFORMANCE: EVIDENZE EMPIRICHE CONTRASTANTI

Come esaminato nei precedenti capitoli, la struttura finanziaria e la performance sono due aspetti molto importanti per un'impresa. La prima si concretizza nella scelta delle fonti di finanziamento a cui rivolgersi: innanzitutto la scelta ricade tra fonti interne o esterne e poi, tra quelle esterne, si va a considerare il ricorso al debito o all'equity. Le imprese dovranno tener presente i costi connessi all'indebitamento, in modo da bilanciarli con i relativi benefici. Una struttura finanziaria adeguata permetterà all'impresa di massimizzare il suo valore e dunque le sue performance. Queste ultime sono un fattore determinante per la vita delle aziende e, come detto, possono essere condizionate da numerosi fattori. Ciò che risulta interessante è quindi andare a studiare come la stessa struttura finanziaria incida sulle performance, osservando se il ricorso a un determinato livello di debito porti effetti sui profitti che l'impresa riesce a conseguire e dunque sulla creazione di valore.

La teoria dei costi di agenzia suggerisce una relazione positiva tra questi due aspetti quando si considerano i conflitti tra manager ed azionisti. Bisogna infatti considerare che il ricorso a un maggior livello di leverage porta alla riduzione di

questo conflitto, in quanto si ridurrà il cash flow nelle mani dei manager e quindi essi avranno una minore possibilità di attuare comportamenti opportunistici ai danni degli shareholders. In questo modo sarà quindi possibile perseguire performance migliori poiché all'aumentare dell'indebitamento aumenterà il beneficio dell'agenzia del debito, che incide positivamente sul valore aziendale. Berger e Bonaccorsi di Patti¹ verificano nei loro studi l'ipotesi alla base della teoria dei rapporti di agenzia. Secondo i loro risultati, all'aumentare del leverage (e quindi al ridursi dell'equity) aumentano i profitti dell'impresa. Relativamente ai conflitti di agenzia bisogna però considerare che l'aumento dell'indebitamento determina un effetto negativo sul rapporto tra azionisti e creditori e tra azionisti di maggioranza e minoranza. Si evidenzia una relazione non monotona: per livelli bassi di indebitamento i benefici dell'agenzia saranno maggiori dei costi e quindi il valore aziendale crescerà, ma per livelli più elevati di leverage si accentueranno fortemente i conflitti tra azionisti e creditori e tra azionisti di maggioranza e minoranza, determinando costi di agenzia maggiori dei benefici e quindi il valore aziendale si ridurrà. Considerando la teoria del Trade-off, si può dire che le imprese con maggiori performance adottano alti livelli di debito per beneficiare dei vantaggi fiscali. Questa teoria evidenzia quindi una relazione positiva tra debito e

¹ A. N. BERGER, E. BONACCORSI DI PATTI, *Capital structure and firm performance: a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry*, Journal of banking & finance, 30 (2006), p. 1066.

performance, ma solo fino a un certo livello di indebitamento. Infatti, se si ricorre a un livello troppo elevato di leverage, subentrerà il rischio di fallimento e i costi diretti e indiretti del dissesto saranno maggiori dei benefici fiscali del debito, determinando una riduzione del valore aziendale e quindi delle performance. Se invece si passa a considerare la teoria del Pecking Order, le imprese con migliori performance tenderanno a ricorrere meno al debito rispetto a quelle che ottengono scarsi profitti. Questo perché esse riusciranno ad autofinanziarsi. Infatti, l'ordine gerarchico di preferenza delle fonti di finanziamento prevede di ricorrere prima di tutto all'autofinanziamento per accrescere valore aziendale e performance. Dunque, secondo questa teoria, si evidenzia una relazione negativa tra debito e performance. Bisogna ricordare che il ricorso all'equity o al debito può dipendere anche dalla fase di mercato, secondo quanto stabilito dalla teoria del Market Timing. Quindi si può considerare che se un'impresa ricorre all'equity anche in fasi negative di mercato, probabilmente lo farà perché le sue performance sono in crescita. L'analisi dell'impatto della struttura finanziaria sulla performance deve quindi prendere in considerazione anche il periodo osservato e la relativa fase di mercato.

Negli studi sulla relazione tra struttura finanziaria e performance si nota che le evidenze empiriche sono fortemente contrastanti. Numerosi studi mostrano infatti un'incidenza positiva del livello di debito adottato dall'impresa sulle sue performance. Al contrario, altri ritengono che al crescere del leverage si riducano i

profitti aziendali. Ad esempio, lo studio condotto da Nikolaos P. Eriotis et al.² verifica la relazione tra struttura finanziaria (debt-to-equity ratio) e capacità dell'impresa di realizzare profitti, considerando aziende appartenenti a diverse industrie. Il risultato della loro analisi porta a concludere circa l'esistenza di una relazione negativa tra le due variabili: per elevati livelli di debito, l'impresa mostrerà performance peggiori rispetto a quelle che invece ricorrono al leverage in maniera più limitata. La ricerca condotta invece da Pratheepkanth³, va a considerare imprese quotate in Sri Lanka. Nel verificare l'esistenza di una relazione positiva o negativa, va ad esaminare cinque misure diverse di performance, per valutare l'influenza della struttura finanziaria su ognuna di esse. Considera infatti l'utile lordo e netto, ROI/ROCE, ROE e ROA. I risultati dimostrano una debole relazione positiva tra struttura finanziaria e utile lordo mentre evidenziano un impatto negativo del debito sulle altre misure di performance. Questo sottolinea che la relazione può essere influenzata anche dalle misure adottate per i due aspetti considerati, come verrà in seguito approfondito. Lo studio svolto da Yazdanfar e Öhman⁴ considera invece imprese di piccola e media dimensione svedesi. Anche loro dimostrano che esiste una relazione negativa tra debito a breve o a lungo

² N.P. ERIOTIS, Z. FRANGUOLI, e Z.V. NEOKOSMIDES, *Profit margin and capital structure: An empirical relationship*, Journal Applied Business Research, 18, 2002, pp. 87-88.

³ P. PRATHEEPKANTH, *Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Selected Business Companies in Colombo Stock Exchange Sri Lanka*, Journal of Arts, Science & Commerce, II (2), 2011, pp. 175-176.

⁴ D. YAZDANFAR, e P. ÖHMAN, *Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data*, The Journal of Risk Finance, Vol. 16 No. 1, 2015, pp. 113-116.

termine e i profitti dell'impresa. Un altro studio che conferma la relazione negativa è quello condotto da Nawaz Ahmad et al.⁵, che si concentrano su imprese manifatturiere pakistane. Infatti, le aziende fortemente indebitate mostrano performance peggiori rispetto a quelle che ricorrono meno al debito. Al contrario, l'analisi condotta da Daisuke Tsuruta⁶ rileva una relazione positiva tra leverage e performance. Nel suo lavoro sono considerate piccole imprese giapponesi e dunque questi risultati implicano che le imprese di piccole dimensioni non sono condizionate dai costi di un elevato livello di leverage nella scelta della struttura finanziaria. Un altro studio che conferma la relazione positiva è quello realizzato da Dessì e Robertson⁷. Essi vanno ad analizzare un campione di imprese del Regno Unito e dimostrano l'esistenza di una forte relazione positiva tra il livello di indebitamento e le performance attese, misurate tramite la Q di Tobin. L'analisi condotta da Sibanjhan Mishra e Ranjan Dasgupta⁸ mostra invece che la relazione può essere positiva o negativa in base al paese considerato. Risulta essere negativa nei paesi sviluppati: si ha un impatto negativo sulle performance quando l'impresa assume debito oltre un certo limite poiché aumentano i costi di agenzia che riducono

⁵ N. AHMAD, A. SALMAN, A. F. SHAMSI, *Impact of Financial Leverage on Firms' Profitability: An Investigation from Cement Sector of Pakistan*, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.6, No.7, 2015, pp. 75-76.

⁶ D. TSURUTA, *Leverage and firm performance of small businesses: evidence from Japan*, Small Business Economics, Vol. 44 No. 2, 2015, p. 408.

⁷ R. DESSÌ, D. ROBERTSON, *Debt, Incentives and Performance: Evidence from UK Panel Data*, The Economic Journal, Vol. 113, No. 490 (Oct., 2003), p. 916.

⁸ S. MISHRA, R. DESGUPTA, *Cross-impact of leverage and firm performance: developed vs frontier bank-based economies*, Managerial Finance Vol. 45 No. 8, 2019 pp. 993-995.

il valore aziendale. Nei paesi frontiera, ovvero quelli con livello di sviluppo inferiore rispetto agli emergenti ma in forte crescita, riscontrano invece una relazione positiva: all'aumentare del debito miglioreranno le performance in quanto sarà minore il conflitto tra manager e azionisti e i benefici di agenzia accresceranno il valore aziendale. Questi risultati sono in contrasto con studi precedenti che avevano evidenziato la tendenza ad una relazione negativa nei paesi emergenti e positiva in quelli sviluppati. Sono invece in linea con questa tendenza le conclusioni tratte dall'analisi di Olivier Habimana⁹, condotta su un campione di imprese operanti in paesi emergenti. Egli evidenzia infatti una relazione negativa tra leverage e performance, confermando la teoria del Trade-off, secondo cui dopo un certo livello di debito i benefici saranno minori dei costi ad esso connessi e si determinerà una riduzione del valore aziendale. Anche l'analisi svolta da Palacios et al.¹⁰ conferma che nella realtà emergente messicana si ha una relazione negativa. Sottolineano inoltre che il ricorso a fonti interne incide invece positivamente sul valore.

Come si può notare, le evidenze empiriche mostrano risultati contrastanti relativamente alla relazione tra struttura finanziaria e performance. Questo è dovuto

⁹ O. HABIMANA, *Capital Structure and Financial Performance: evidence from firms operating in Emerging Markets*, International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences, Nov 2014, Vol. 3, No. 6., p. 159.

¹⁰ H. PALACIOS, E. CARRILLO, G. GUSMAN, *The Effects of the Capital Structure in Performance: Empirical Study on Manufacturing Smes of México*, Journal of Business & Economic Policy, Vol. 3, No. 1; March 2016, pp. 22-25.

al fatto che su questa relazione incidono numerosi fattori, tra i quali gioca un ruolo importante il paese in cui le imprese analizzate operano. In effetti, ciò che si vuole discutere in questo elaborato è proprio il fatto che queste evidenze empiriche discordanti possano essere spiegate dall'incidenza di fattori relativi ad aspetti istituzionali, all'intervento dello Stato nell'economia, ad aspetti legali e culturali, alla presenza di crisi finanziaria nel periodo analizzato, alla strategia adottata dalle imprese nel contesto competitivo. Questi fattori possono assumere una valenza e un peso diversi nei paesi emergenti rispetto ai paesi sviluppati e infatti anche il paese in cui l'impresa opera va ad influenzare la relazione considerata. Si vuole quindi spiegare come i risultati contrastanti possano essere ricondotti all'incidenza di fattori interni ed esterni all'azienda, che verranno in seguito analizzati più approfonditamente.

Oltre a queste ragioni si possono considerare anche aspetti più di carattere tecnico. Infatti, nelle analisi condotte su uno stesso campione di imprese, spesso la relazione risulta essere positiva o negativa in base alla modalità con cui vengono misurate le performance e la struttura finanziaria. Come visto nel secondo capitolo, le performance possono essere valutate tramite diverse tipologie di indici, raggruppati in misure Accounting-based e Market-based. Le più utilizzate nell'analisi della relazione sono sicuramente il ROA, il ROE e la Q di Tobin ma anche altre misure vengono spesso adottate, come ad esempio l'utile lordo e netto. In base all'indice che viene scelto la relazione potrebbe cambiare segno. Lo studio

svolto da Anas Ali Al-Qudah¹¹ evidenzia infatti che, in un campione di imprese operanti nella realtà emergente degli Emirati Arabi, la struttura finanziaria influenza positivamente le performance, quando queste sono misurate tramite il ROA. Se invece si considera il ROE si avrà un impatto negativo del debito. L'analisi effettuata da Mahfuzah Salim e Dr.Raj Yadav¹² osserva le imprese quotate della Malesia, valutandone le performance tramite quattro misure: ROA, ROE, EPS e Q di Tobin. Essi dimostrano che il livello di debito adottato ha una relazione negativa con la performance, se questa viene misurata tramite ROA, ROE o EPS. Se invece si prende in considerazione la Q di Tobin allora si evidenzia un impatto positivo. In particolare, risulta essere positiva la relazione tra Q di Tobin e debito a breve e a lungo termine mentre risulta negativa quella tra la Q e il debito totale. Questo conferma che bisogna porre attenzione anche a come viene misurata la struttura finanziaria e non solo la performance, in quanto questo potrebbe modificare il risultato della relazione. Ibrahim El-Sayed Ebaid¹³ conduce la sua analisi sulle imprese quotate in un paese emergente, ovvero l'Egitto. Utilizza come misure delle performance il ROA, il ROE e il margine di profitto lordo (GM) mentre per la struttura finanziaria considera il debito a breve, a lungo termine e il totale. I risultati

¹¹ A. AL-QUDAH, *The Relationship between Capital Structure and Financial Performance in the Companies Listed in Abu Dhabi Securities Exchange: Evidences from United Arab Emirates*, Review of European Studies; Vol. 9, No. 2; 2017, p.1.

¹² M. SALIM e R. YADAV, *Capital structure and firm performance: evidence from Malaysian listed companies*, Procedia – Social and Behavioural Sciences, Vol. 65 No. 1, 2012, p. 156.

¹³ I. E. EBAID, *The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt*, Journal of Risk Finance, Vol. 10 No. 5, 2009, pp. 477-478.

dimostrano che il debito totale e quello a breve impattano negativamente sul ROA mentre non si nota un impatto significativo della struttura finanziaria su ROE e GM. Approfondendo le misure considerate per valutare la struttura finanziaria, solitamente si distingue in base alla durata del debito a cui l'azienda ricorre. Spesso questa durata può determinare un effetto diverso sulla performance e quindi modificare la relazione. Infatti, lo studio effettuato da Abor (2005)¹⁴ mostra una relazione positiva e significativa tra il ROE e il debito a breve termine, evidenziando che le imprese con elevati profitti utilizzano maggiormente il leverage con scadenza inferiore all'anno. Anche la relazione tra debito totale e performance è positiva, mentre è negativa quella tra debito a lungo termine e ROE. L'Autore spiega questa differente relazione considerando l'onerosità del debito: quello a breve termine risulta meno oneroso, con tassi di interesse bassi che permettono all'impresa di conseguire un livello di profitti più elevato; il debito a lungo termine invece è più costoso a causa degli alti tassi di interesse e dunque un forte ricorso a questa tipologia di indebitamento determina la riduzione dei profitti. La sua analisi è condotta su imprese operanti in Ghana, paese emergente, in cui si ha un forte ricorso al debito a breve. Come si dirà più avanti, nei paesi in via di sviluppo si predilige spesso il ricorso a questa tipologia di finanziamento. Considerando invece uno

¹⁴ J. ABOR, *The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana*, Journal of Risk Finance, Vol. 6 No. 5, 2005, pp. 442-444.

studio condotto su un paese sviluppato come gli Stati Uniti, Gill, Biger e Mathur¹⁵ dimostrano che la relazione non è influenzata dalla durata del debito. Infatti essi notano una relazione positiva tra le performance e il leverage, qualsiasi sia la sua durata. Si nota quindi che talvolta la relazione potrebbe essere più o meno influenzata dalle misure adottate per i due aspetti considerati. Anche se le evidenze empiriche riscontrate da Gill, Biger e Mathur non lo confermano, il ricorso al debito a breve o a lungo termine potrebbe influenzare in maniera diversa le performance d'impresa. È dunque importante capire quale misura si stia adottando per studiare i riflessi sulla relazione. Lo stesso vale per le performance che, come detto, possono essere misurate tramite diverse tipologie di indici e, in base a quelli scelti, potrà risultare diversa l'incidenza della struttura finanziaria su di esse.

3.2. RELAZIONE TRA STRUTTURA FINANZIARIA E PERFORMANCE NEI PAESI EMERGENTI RISPETTO A QUELLI SVILUPPATI

Dall'elevata quantità di studi svolti sulla relazione tra struttura finanziaria e performance è emerso che il paese d'origine delle imprese analizzate influenza tale relazione. In particolare, sembrerebbe evidenziarsi principalmente un legame positivo nei paesi sviluppati e negativo in quelli emergenti. Tuttavia, le evidenze empiriche sono in qualche misura contrastanti a causa dell'elevata quantità di fattori

¹⁵ A. GILL, N. BIGER e N. MATHUR, *The effect of capital structure on profitability: evidence from the United States*, International Journal of Management, Vol. 28, No. 4, 2011, p. 3.

che possono influenzare la relazione. In questo paragrafo si analizzeranno le variabili che incidono sulla relazione e come la influenzano nei paesi in via di sviluppo e in quelli sviluppati.

3.2.1. Come il paese d'origine influenza la struttura finanziaria e la performance

Prima di tutto è possibile riflettere su come il paese d'origine influenzi distintamente le performance e la struttura finanziaria. Per quanto riguarda la prima, questo tema è già stato approfondito nel secondo capitolo. Si ricorda quindi che aspetti country-specific quali impronta culturale, caratteristiche istituzionali e legali, intervento dello Stato nell'economia del paese e intensità competitiva influenzano i profitti conseguiti dalle imprese sia nei paesi emergenti che in quelli sviluppati. Approfondendo invece il tema della struttura finanziaria, è necessario porre l'attenzione su come la collocazione geografica dell'impresa, e dunque il paese d'origine, possa influenzare le sue scelte relative alle fonti di finanziamento. Fan et al.¹⁶ analizzano un campione di 39 imprese, mettendo in luce che i fattori relativi al paese, come lo sviluppo del settore bancario o del mercato azionario e obbligazionario, sono una determinante della struttura finanziaria adottata dalle aziende. Giannetti¹⁷ nota come, nelle imprese europee, variabili istituzionali quali

¹⁶ J. FAN, S. TITMAN, G. TWITE, *An international comparison of capital structure and debt maturity choices*, Journal of financial and quantitative analysis, vol. 47, No. 1, Feb. 2012, p. 23.

¹⁷ M. GIANNETTI, *Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices*, Journal of financial and quantitative analysis 38, 2003, p. 185.

protezione dei creditori, sviluppo del mercato azionario ed efficacia del sistema legale influenzino la scelta del ricorso al debito o all'equity. Lo studio condotto da Abe de Jong et al.¹⁸ spiega che gli aspetti country-specific hanno un impatto sia diretto sia indiretto sulle scelte di struttura finanziaria. Essi notano che il tasso di crescita del PIL, il grado di protezione degli investitori e lo sviluppo del mercato azionario del paese incidono in modo diretto sulla struttura finanziaria. In particolare, in paesi con un forte sistema legale e un'economia florida, le imprese ricorrono maggiormente al debito. Gli aspetti country-specific incidono anche indirettamente, poiché vanno a modificare le variabili firm-specific, che a loro volta si riflettono sulla struttura finanziaria. Ali Gungoraydinoglu e Özde Öztekin¹⁹ sostengono che la differenza tra paesi nella struttura finanziaria sia dovuta per un terzo agli aspetti country-specific e per due terzi a quelli firm-specific. Anche questi studiosi sottolineano un effetto indiretto degli aspetti relativi al paese sulla struttura finanziaria. Nell'analizzare l'impatto dei fattori country-specific sulla scelta tra debito ed equity, essi considerano tre fattori istituzionali: i costi del fallimento, i costi di agenzia e le asimmetrie informative. Relativamente ai costi di default, si nota che nei paesi in cui i creditori hanno molto potere, tali costi saranno inferiori e questo influenza il livello di debito. Per quanto riguarda i costi di agenzia,

¹⁸ A. DE JONG, R. KABIR, T. NGUYEN, *Capital structure around the world: the roles of firm- and country-specific determinants*, in *Journal of Banking & Finance*, 32, 2008, pp. 1954-1956.

¹⁹ A. GUNGORAYDINOGLU, Ö. ÖZTEKIN, *Firm- and country-level determinants of corporate leverage: Some new international evidence*, *Journal of Corporate Finance*, 17, 2011, pp. 1457-1459.

considerano che nei paesi in cui sono adottate specifiche discipline sul monitoraggio e leggi adeguate questi costi saranno minori. I costi dell'asimmetria informativa variano da paese a paese, in base a quanto previsto dalla legge in termini di divulgazione delle informazioni e sanzioni per la loro mancata condivisione. Questi tre aspetti, che possono variare in base al paese considerato, determinano la scelta del livello di leverage che a sua volta impatta sul valore aziendale. Karin Joeveer²⁰ analizza come i fattori country-specific influenzino la struttura finanziaria nei paesi di transizione. Nel modello elaborato sono considerate nove variabili: inflazione, crescita del PIL, aliquota d'imposta sul reddito societario, la quota delle attività delle banche di proprietà estera sul totale delle attività del settore bancario, la quota delle tre banche più grandi sul totale delle attività del settore bancario, il rating del paese, la corruzione, la protezione dei diritti degli azionisti e, in particolare, quella degli azionisti di minoranza. Il PIL approssima le opportunità di crescita per l'impresa ed ha una relazione positiva con il leverage, così come l'inflazione e l'aliquota d'imposta. Un'elevata quota di mercato delle banche straniere comporta una maggiore disponibilità di fondi nel mercato domestico e quindi un maggior livello di leverage, in quanto essa riflette il buon andamento del sistema bancario e quindi una maggiore competizione tra le banche. Se invece la quota delle tre banche più grandi è elevata, allora ci sarà minore

²⁰ K. JOEVEER, *Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: evidence from transition economies*, *Journal of Comparative Economics*, 41, 2013, pp. 298-299.

competitività e quindi una relazione negativa con il livello di debito. Per quanto riguarda la corruzione, se questa è bassa allora ci saranno minori asimmetrie informative e quindi si ha una relazione negativa tra questa e il ricorso al debito. L'elevata protezione degli azionisti invece comporta un maggior interesse verso il mercato azionario e perciò sarà legata negativamente alla scelta del leverage.

Concentrando l'attenzione sui paesi emergenti, si può considerare il lavoro svolto da Booth et al.²¹ su paesi in via di sviluppo con caratteristiche istituzionali diverse. Secondo questi studiosi le scelte relative alla struttura finanziaria sono influenzate dalle stesse variabili sia negli stati emergenti che in quelli sviluppati. Notano però che c'è comunque una certa incidenza dei fattori specificatamente riferiti al paese, quali tasso di crescita del PIL, tasso di inflazione e lo sviluppo del mercato di capitali. Krishnan e Moyer²² vanno ad analizzare l'impatto del paese d'origine sia sulla performance sia sulla struttura finanziaria, considerando quattro paesi asiatici: Hong Kong, Malesia, Singapore e Corea. Essi riflettono sul fatto che, seguendo le logiche della globalizzazione, gli Stati dovrebbero essere tra loro simili e dunque le performance non dovrebbero essere influenzate dal paese d'origine. In realtà, il loro studio dimostra che non è così. Infatti gli aspetti istituzionali, quali

²¹ L. BOOTH, V. AIVAZIAN, A. DEMIRGUC-KUNT, V. MAKSIMOVIC, *Capital Structures in Developing Countries*, *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 1 (Feb., 2001), pp. 87-88.

²² V.S. KRISHNAN, R.C. MOYER, *Performance, capital structure and home country: an analysis of Asian corporations*, *Global Finance Journal*, Vol. 8 No.1, 1997, p. 140.

struttura del mercato e grado di intervento dello Stato nel settore privato, vanno ad incidere sia sulla performance sia sulla scelta del livello di indebitamento.

Il paese d'origine non solo influenza la scelta tra debito ed equity ma va anche a determinare un maggior o minor ricorso al debito a breve rispetto a quello a lungo termine. Questo aspetto viene approfondito da Cortina et al.²³, dimostrando che gli Stati in via di sviluppo ricorrono maggiormente al debito a breve termine. Se però si considerano imprese che ricorrono esclusivamente a obbligazioni e prestiti sindacati, il ricorso al lungo termine diventa molto simile tra paesi emergenti e sviluppati. Si nota invece prevalenza del breve termine negli Stati in via di sviluppo quando si prendono in esame prestiti bancari e obbligazioni domestiche. Broner et al.²⁴ vanno ad esplorare il motivo del maggior ricorso al breve termine nei paesi emergenti. Essi ritengono che possa essere dovuto alla riduzione del problema di azzardo morale dal lato della domanda. Inoltre sostengono che l'avversione al rischio dell'investitore renda il debito a breve più economico. Questo perché il costo dipende dal rendimento atteso e bisogna considerare che il premio per il rischio nel caso di breve termine sarà minore rispetto al lungo termine, quindi sarà minore anche il suo costo. Perciò, nei paesi emergenti si ricorrerà maggiormente al debito

²³ J. CORTINA, T. DIDIER, S. L. SCHMUKLER, *Corporate Debt Maturity in Developing Countries. Sources of Long- and Short-Termism*, Policy Research Working Paper 8222, World Bank Group. Pp. 1-6.

²⁴ F. A. BRONER, G. LORENZONI, S. L. SCHMUKLER, *Why do emerging economies borrow short term?*, Journal of the European Economic Association, Vol. 11, Supplement 1: 10 th Anniversary Celebratory Issue (January 2013), pp. 93-94.

con scadenza inferiore all'anno. Nei paesi sviluppati invece prevale il ricorso al lungo termine anche se, come dimostrato da Custodio et al.²⁵, si nota una riduzione di questo fenomeno. Questo studio evidenzia che la riduzione del ricorso al debito con scadenza superiore all'anno negli Stati Uniti si concentra nelle imprese di piccole dimensioni, in quelle che subiscono un elevato livello di asimmetrie informative e nelle società quotate. Questi aspetti riguardano il lato della domanda ma è possibile considerare anche l'offerta, sottolineando che la riduzione nel ricorso al debito a lungo è maggiore nel mercato del debito pubblico rispetto a quello privato. Demirguc-kunt e Maksimovic²⁶ confrontano la struttura finanziaria di diciannove paesi sviluppati e undici paesi emergenti. Essi evidenziano nel loro studio che nei paesi in cui il sistema legale è inefficiente le imprese ricorrono maggiormente al breve termine. Inoltre sostengono che gli intermediari finanziari e il mercato azionario influenzino la struttura finanziaria. Nei paesi in cui il settore bancario è sviluppato ci sarà un maggior ricorso al debito a lungo in quanto questa forma di finanziamento permette alle banche di trarre vantaggio dal monitoraggio. Nei paesi in cui si ha un mercato azionario sviluppato, le imprese avranno invece convenienza a sostituire il debito a lungo termine con l'equity. Nella loro analisi evidenziano differenze nel ricorso al debito con scadenza superiore all'anno tra

²⁵ C. CUSTODIO, M.A. FERREIRA, L. LAUREANO, *Why Are U.S. Firms Using More Short-term Debt?* Journal of Financial Economics, 108(1), 2012, pp. 182–184.

²⁶ A. DEMIRGUC-KUNT, V. MAKSIMOVIC, *Institutions, financial markets and firm debt maturity*, Journal of financial economics, 54, pp. 296-297.

paesi emergenti e sviluppati. In questi ultimi si nota infatti un maggior ricorso a questa tipologia di finanziamento. Queste differenze possono essere spiegate considerando le diversità tra paesi nel sistema legale, nelle istituzioni, nei sussidi governativi e nei fattori macroeconomici, come il tasso di inflazione.

Dopo aver discusso gli effetti degli aspetti country-specific, sia sulla performance sia sulla struttura finanziaria delle imprese, è possibile passare ad analizzare il loro impatto sulla relazione tra livello di debito e profitti.

3.2.2. Impatto dei fattori istituzionali, legali e culturali sulla relazione

Gli aspetti country-specific, quali fattori istituzionali, legali o culturali, dei paesi emergenti e di quelli sviluppati incidono sulla relazione tra struttura finanziaria e performance e questo spiega in parte le evidenze empiriche contrastanti riscontrate su questa relazione.

Lo studio condotto da Víctor M. González²⁷ prende in esame 39 paesi, sia emergenti sia sviluppati, per valutare come l'incidenza della struttura finanziaria sulla performance possa variare tra paesi diversi. Egli nota che la relazione è influenzata da tre aspetti che variano tra i singoli paesi: la protezione dei diritti degli azionisti, dei creditori e l'adeguatezza del sistema legale. Questa analisi dimostra che la relazione è ben lontana dall'essere uguale in tutti gli Stati. Dai risultati

²⁷ V. M. GONZALEZ, *Leverage and corporate performance: international evidence*, International Review of Economics and Finance, Vol. 25, Gennaio 2013, pp. 169-170.

emerge che il sistema legale, finanziario e il grado di sviluppo la influenzano fortemente. Si nota che i benefici del debito sono maggiori dei costi ad esso associati nei paesi in cui il sistema bancario è più sviluppato rispetto al mercato azionario. Inoltre, i risultati ottenuti dagli Autori portano a concludere che il livello di protezione dei diritti dei creditori non è una determinante che spiega il diverso impatto del leverage sulle performance nei vari paesi, al contrario della protezione dei diritti degli azionisti e della forza del sistema legale.

Risulta di particolare interesse valutare come gli aspetti country-specific influenzino la relazione tra struttura finanziaria e performance distinguendo tra paesi emergenti e sviluppati. Tra queste due categorie di paesi esistono sostanziali differenze anche dal punto di vista istituzionale, legale e culturale e questo determina un diverso impatto sulla relazione. Di seguito saranno quindi considerati paesi emergenti, quali ad esempio India, Nigeria e Vietnam, e sviluppati, come Belgio, Francia, Germania, Italia, Norvegia.

3.2.2.1. Nei paesi emergenti

Approfondendo la realtà dei paesi emergenti si possono considerare numerosi studi che ne analizzano la relazione tra struttura finanziaria e performance. Molti studiosi sottolineano che nei paesi emergenti si fa maggior ricorso a fonti di finanziamento esterne, al contrario di quanto previsto dalla teoria del Pecking Order, e in particolare si predilige il debito a breve termine.

Lo studio condotto da Felicia Omowunmi Olokoyo²⁸ su imprese quotate in Nigeria mostra una relazione negativa tra leverage e performance, se queste sono misurate tramite il ROA. Se invece si considera la Q di Tobin, il rapporto risulterà positivo. Emerge inoltre che le imprese operanti in Nigeria, paese emergente, ricorrono maggiormente all'equity o a un mix tra equity e debito a breve termine. Anche l'analisi svolta da Thi Phuong Vy Le et al.²⁹ conferma la relazione negativa, considerando la realtà emergente del Vietnam. Questo risultato è attribuito al fatto che in tale paese i benefici fiscali sono minori dei costi del dissesto e quindi al crescere dell'indebitamento si ridurrà il valore aziendale. Inoltre, il vantaggio del debito relativo al monitoraggio dei comportamenti dei manager e quindi alla riduzione dei conflitti con gli azionisti non è abbastanza forte, data la presenza di grandi asimmetrie informative e di un sistema finanziario poco sviluppato. Come sottolineato da Ardalan (2017)³⁰, le teorie a cui si può far riferimento per analizzare la relazione tra struttura finanziaria e performance non danno una visione chiara e completa in quanto non considerano che tale legame sia influenzato dai diversi aspetti della società in cui l'impresa opera. Infatti, continuando a considerare la

²⁸ F. O. OLOKOYO, *Capital structure and corporate performance of Nigerian quoted firms: a panel data approach*, African Development Review, Vol. 25 No. 3, 2013, pp. 358-359.

²⁹ T.P.V. LE, T.B.N. PHAN, *Capital structure and firm performance: empirical evidence from a small transition country*, Research in International Business and Finance, Vol. 42, Dicembre 2017, pp. 710-711, 724-725.

³⁰ K. ARDALAN, *Capital structure theory: Reconsidered*, Research of international business and finance, 39, 2017, p. 709.

realtà emergente del Vietnam³¹, bisogna ricordare che prima del 1986 il tema della struttura finanziaria non era un aspetto fondamentale in quanto le imprese erano in mano allo Stato. Successivamente si è verificata una privatizzazione e l'apertura al mercato azionario. A seguito di questo cambiamento, l'importanza delle scelte di struttura finanziaria è cresciuta sempre più, fino a portare gli studiosi ad analizzarne la relazione con le performance. È necessario sottolineare, tuttavia, che gran parte delle banche e del mercato obbligazionario in Vietnam sono ancora in mano allo Stato. Il beneficio del debito relativo alla riduzione del conflitto tra manager ed azionisti non è vantaggioso quando le istituzioni finanziarie sono statali. Infatti, queste istituzioni finanziarie non risentono particolarmente di decisioni di finanziamento errate, come invece accade nelle banche private, proprio perché lo Stato dispone di fondi cospicui quindi il monitoraggio di queste istituzioni finanziarie sui loro customers sarà minore. Dunque l'aumento del debito porta i manager, consapevoli di questa inefficienza, ad avere a disposizione maggiore liquidità per effettuare investimenti a proprio vantaggio, con un effetto negativo sul valore aziendale e sulle performance. Inoltre, si notano elevati tassi di interesse che gravano sulle imprese nei confronti dei creditori e anche questo incide negativamente sulle performance. Oltre a ciò, nella realtà del Vietnam non ci sono benefici fiscali o comunque sono molto bassi e quindi minori dei costi relativi al

³¹ T.P.V. LE, T.B.N. PHAN (2017), *op. cit.*, p. 711.

debito. Questo determina una riduzione del valore all'aumentare del leverage. Si può poi considerare che il Vietnam ha un tasso di crescita molto alto e, nelle imprese con elevate opportunità di crescita, il debito si riflette negativamente sulle performance perché un suo aumento porta gli azionisti ad attuare comportamenti opportunistici nei confronti dei creditori e quindi a rinunciare ad investimenti che porterebbero profitto all'impresa e a sotto-investire. Il rafforzamento di questi conflitti determina costi di agenzia che riducono il valore aziendale. Da tutti questi elementi deriva la relazione negativa tra debito e performance che si riscontra nelle imprese operanti in Vietnam. Considerando un'altra realtà in via di sviluppo, ovvero quella indiana, si nota dallo studio condotto da Majumdar e Chhibber³² che anche in questo caso la relazione tra struttura finanziaria e performance risulta essere negativa. In questa analisi si sottolinea che in India gli istituti di credito sono in mano allo Stato e questo porta un effetto negativo del debito sulle performance. Le istituzioni finanziarie private sono soggette ad una disciplina di mercato e al controllo dei loro azionisti, cosa che invece non avviene quando sono statali. Inoltre, le istituzioni finanziarie statali hanno ridotto gli incentivi per il monitoraggio delle proprie imprese debentrici. Dal punto di vista delle imprese, questo incoraggia i manager ad avere comportamenti discrezionali che impattano

³² S.K. MAJUMDA, P. CHHIBBER, *Capital structure and performance: evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance*, Public Choice, Vol. 98, 1999, pp. 291–293.

negativamente sulle performance. Anche Varun Dawar³³ approfondisce la realtà di questo paese, confermando la relazione negativa tra performance e struttura finanziaria. Egli sottolinea che il mercato delle obbligazioni è ancora molto meno sviluppato, al contrario del mercato azionario che è cresciuto dopo la liberalizzazione del 1990. Evidenzia inoltre che il sistema bancario indiano è costituito da diversi gruppi di proprietà che si distinguono in pubblici e privati. Sono però dominanti le banche in mano allo Stato in quanto, sebbene sia concessa la presenza di banche private, quest'ultime subiscono delle restrizioni sulle loro attività.

Le evidenze empiriche sembrerebbero confermare una relazione negativa tra struttura finanziaria e performance nei paesi emergenti. Oltre agli studi già citati, numerosi altri confermano questa evidenza. Chiang et al. (2002)³⁴, Abor (2007)³⁵, Zeitun e Tian (2007)³⁶, Onalapo e Kajola (2010)³⁷, Sadeghian et al. (2012)³⁸ sono solo alcuni degli studiosi che mostrano una relazione negativa nei paesi emergenti.

³³ V. DAWAR, *Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence*, *Managerial Finance* Vol. 40 No. 12, 2014, pp. 1191-1194.

³⁴ Y. CHIANG, P. CHANG, e C. HUI, *Capital structure and profitability of the property and construction sectors in Hong Kong*, *Journal of Property Investment and Finance*, Vol. 20 No. 6, 2002, p. 434.

³⁵ J. ABOR, *Debt policy and performance of SMEs: evidence from Ghanaian and South Africa firms*, *Journal of Risk Finance*, Vol. 8 No. 4, 2007, p. 364.

³⁶ R. ZEITUN, e G. TIAN, *Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan*, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 1 No. 4, 2007, p. 59.

³⁷ A.A. ONALOPO, S.O. KAJOLA, *Capital structure and firm performance: evidence from Nigeria*, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, No. 25, 2010, p. 70.

³⁸ N.S. SADEGHIAN, M.M. LATIFI, S. SOROUGH, Z.T. AGHABAGHER, *Debt policy and corporate performance: empirical evidence from Tehran Stock Exchange companies*, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4 No. 11, 2012, p. 217.

Nonostante questa sia la tendenza prevalente, non mancano evidenze contrastanti, proprio perché su questa relazione incidono numerosi fattori. Infatti, gli studi condotti da Abu-Tapanjeh (2006)³⁹ e da David e Olorunfemi (2010)⁴⁰ sono un esempio di relazione positiva tra struttura finanziaria e performance nei paesi emergenti. Questo risultato è dovuto, nel primo caso, ad alcuni aspetti specifici del paese considerato e, nel secondo caso, all'industria esaminata. L'analisi di Abu-Tapanjeh considera imprese della Giordania, dove l'incertezza dell'economia locale e l'instabilità dell'ambiente esterno comportano rischi operativi e finanziari che ostacolano la pianificazione manageriale e incoraggiano l'adozione di politiche di indebitamento più rischiose. Gli Autori motivano così la relazione positiva riscontrata tra struttura finanziaria e performance. Invece, nello studio condotto da David e Olorunfemi, la relazione positiva potrebbe essere riconducibile all'industria considerata. Infatti, l'analisi è svolta su imprese appartenenti all'industria petrolifera in Nigeria.

3.2.2.2. Nei paesi sviluppati

Nei paesi sviluppati, la tendenza che si evidenzia dagli studi è quella di una relazione prevalentemente positiva tra leverage e performance. Anche in questo

³⁹ A. M. ABU-TAPANJEH, *An empirical study of firm structure and profitability relationship: the case of Jordan*, Journal of Economic and Administrative Sciences, Vol. 22 No. 1, 2006, p. 54.

⁴⁰ D.F. DAVID, S. OLORUNFEMI, *Capital structure and corporate performance in Nigeria petroleum industry: panel data analysis*, Journal of Mathematics and Statistics, Vol. 6 No. 2, 2010, p. 168.

caso però non mancano evidenze contrastanti. In ogni caso, il fatto di poter individuare delle tendenze prevalenti che si differenziano tra paesi emergenti e sviluppati evidenzia ancor di più come gli aspetti country-specific siano determinanti nell'impatto del debito sulle performance. Considerando i paesi sviluppati, l'analisi svolta da Weill⁴¹ si concentra su sette paesi europei cioè Belgio, Francia, Germania, Italia, Norvegia, Portogallo e Spagna. Egli mette in luce le evidenze empiriche contrastanti sulla relazione considerata e le riconduce a due fattori: la misura utilizzata per valutare le performance, tema già esaminato in questo elaborato, e il contesto istituzionale del paese. Quest'ultimo aspetto è approfondito considerando la possibilità di accedere al credito bancario per le imprese e quindi di utilizzare l'indebitamento come effetto segnalazione. Inoltre, viene preso in esame anche il sistema legale dei paesi, che si sostanzia nella protezione dei diritti dei creditori, degli azionisti e l'effettiva applicazione di questi diritti. Questi tre aspetti incidono sulla relazione in termini di conflitti di agenzia. Infatti una maggiore protezione dei diritti dei creditori⁴² aumenta il loro potere nei confronti degli azionisti, riducendo i problemi relativi all'azzardo morale, così come una maggiore protezione degli azionisti⁴³ disciplina il comportamento dei

⁴¹ L. WEILL, *Leverage and corporate performance: does institutional environment matter?*, Small Business Economics, Vol. 30 No. 3, 2008, pp. 251-255.

⁴² R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER e R. VISHNY, *Law and Finance*, Journal of Political Economy 106, 1998, pp. 1134-1135.

⁴³ R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER e R. VISHNY, 1998, *op. cit.*, pp. 1126-1129.

manager. Dunque, l'effettiva tutela dei loro diritti⁴⁴ permette una riduzione dei costi di agenzia, migliorando il valore aziendale e le performance. I risultati dell'analisi condotta da Weill⁴⁵ riportano una relazione positiva in cinque dei sette paesi europei sviluppati presi in considerazione. In Italia, invece, la relazione risulta essere negativa e questo, secondo l'Autore, è dovuto ad un ridotto accesso al credito bancario per le imprese, che quindi hanno minori possibilità di utilizzare il debito come effetto segnalazione e di determinare perciò una relazione positiva tra leverage e performance. Inoltre, l'impatto negativo del debito sulle performance in Italia è spiegato considerando l'inefficienza del sistema legale, che non permette di ridurre i comportamenti di azzardo morale nei confronti dei creditori, e la presenza di indicatori negativi in riferimento alla corruzione. In Portogallo invece sembrerebbe non esserci una significativa incidenza del debito sulla performance. Questi diversi risultati confermano l'ipotesi che il contesto istituzionale del paese influenzi la relazione. Anche lo studio condotto da El-Chaarani⁴⁶ prende in esame imprese quotate in paesi sviluppati europei (Austria, Francia, Germania, Italia, Irlanda, Regno Unito, Spagna e Svizzera). In particolare, viene analizzata la relazione tra struttura finanziaria e performance valutando l'impatto che il sistema legale ha su di essa. Viene approfondito l'aspetto legale francese, inglese, tedesco

⁴⁴ R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER e R. VISHNY, 1998, *op. cit.*, pp. 1140-1141.

⁴⁵ L. WEILL, (2008), *op. cit.*, p. 263.

⁴⁶ H. EL-CHAARANI, *The impact of financial and legal structures on the performance of european listed firms*, The International Journal of Business and Finance Research, Vol. 9, No.2, 2015, pp. 39-43.

e scandinavo. Nel primo si nota una bassa protezione degli azionisti di minoranza in quanto si ha un elevato livello di concentrazione dell'ownership. Questa bassa protezione favorisce comportamenti di tunneling ed espropriazione e quindi il ricorso al debito andrebbe a ledere le performance poiché accentua i conflitti tra azionisti di controllo e di minoranza e dunque i costi di agenzia, che incidono negativamente sul valore aziendale. Nel sistema legale inglese si nota invece una forte protezione degli azionisti di minoranza e questo aspetto limita i comportamenti opportunistici e l'espropriazione. Quindi, quando la protezione è alta, incrementare il livello di debito permette di disciplinare i comportamenti dei manager nei confronti di tutti gli azionisti e di migliorare il valore aziendale e le performance. Nel sistema legale scandinavo e tedesco invece si nota un livello di protezione intermedio tra quello inglese, che è il più alto, e quello francese, che è il più basso, e quindi si riscontrerà una relazione positiva o negativa tra struttura finanziaria e performance in base alla protezione legale garantita: se questa è alta, la relazione risulterà positiva; se è bassa, la relazione sarà negativa. Questo studio dimostra che il sistema legale del paese influenza l'impatto del leverage sulla performance. Rosa Forte e Tavares⁴⁷ concentrano la loro attenzione su nove paesi sviluppati europei e sull'impatto che l'efficienza del sistema legale, la regolamentazione del mercato creditizio e gli aspetti macroeconomici hanno sulla

⁴⁷ R. FORTE, J. M. TAVARES, *The relationship between debt and a firm's performance: the impact of institutional factors*, *Managerial Finance* Vol. 45 No. 9, 2019, pp. 1287-1288.

relazione tra struttura finanziaria e performance. I paesi considerati nell'analisi sono Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Italia, Portogallo, Spagna e Svezia. Gli autori verificano l'ipotesi che questa relazione sia positiva quando c'è elevata efficienza del sistema legale e facilità di accesso al credito, confermando che questi due aspetti determinano un effetto favorevole sulla performance dato dall'aumento del livello di indebitamento.

Appare quindi evidente che il contesto istituzionale e legale del paese considerato influenzi fortemente la relazione. Nonostante non manchino alcuni risultati empirici contrastanti, si conferma che la tendenza maggiormente osservata è quella di una relazione positiva nei paesi sviluppati e negativa in quelli emergenti, in linea con gli aspetti country-specific delle due categorie analizzate.

È possibile considerare non solo l'aspetto istituzionale e legale del paese ma anche quello culturale. Kimberly C. Gleason et al.⁴⁸ studiano come questo fattore influenzi le scelte di struttura finanziaria, le quali a loro volta impattano sul valore aziendale e sulla performance, considerando imprese appartenenti a paesi sviluppati europei. Molti studi si concentrano sull'influenza della cultura sul ricorso al debito. Kimberly C. Gleason et al. si rifanno alla classificazione proposta da Hofstede, il quale individua quattro dimensioni nella cultura nazionale che possono riscontrarsi

⁴⁸ K.C. GLEASON., L.N. MATHUR e I. MATHUR, *The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers*, Journal of Business Research, Vol. 50 No. 2, 2000, pp. 185-187.

sia nei paesi emergenti che in quelli sviluppati: individualismo, distanza del potere, mascolinità e avversione all'incertezza. Nel primo caso, i manager saranno individualisti e quindi tenderanno ad assumere minori livelli di debito per favorire i propri interessi. Questo porta a maggiori conflitti tra manager ed azionisti che ridurranno il valore aziendale e quindi le performance. Per quanto riguarda la distanza del potere, si nota che se questa è bassa e quindi c'è una forte uguaglianza, le performance saranno migliori e questo influenza anche le scelte di struttura finanziaria. Nel caso della mascolinità si fa riferimento a come la cultura enfatizzi i risultati, le ricompense monetarie e questo può influenzare le scelte dei manager sul livello di indebitamento, che si riflettono sul valore aziendale e sulle performance. L'avversione all'incertezza invece implica che le imprese dove essa è elevata ricorreranno meno al leverage. Ciò comporterà una maggiore disponibilità di cash flow per i manager e una crescita del conflitto con gli azionisti, che ridurrà il valore aziendale. Allo stesso tempo, però, bassi livelli di leverage permettono di non accrescere il conflitto tra shareholders e creditori e tra azionisti di maggioranza e minoranza, che altrimenti ridurrebbero il valore aziendale. Questi quattro aspetti culturali possono riscontrarsi sia nei paesi emergenti che in quelli sviluppati. Essi influenzano le scelte di struttura finanziaria che, inevitabilmente, si riflettono sul valore e sulle performance conseguite dalle imprese. Dunque, anche la cultura del paese è un fattore da tenere in considerazione. L'analisi condotta da Gleason et al. considera paesi sviluppati europei, raggruppandoli nei quattro diversi gruppi

culturali. Essi dimostrano che la struttura finanziaria varia in base al gruppo culturale considerato e che incide negativamente sulle performance.

Dunque, si evince che la relazione tra leverage e performance è fortemente influenzata dal paese considerato e, in particolare, dai suoi aspetti istituzionali, legali e culturali. Non solo questi fattori, però, incidono sulla relazione. Infatti, è necessario considerare anche il periodo storico in cui l'analisi è condotta e gli aspetti strategici adottati dalle imprese. Questi temi sono di seguito approfonditi.

3.2.3. Impatto della crisi finanziaria sulla relazione nei paesi emergenti e sviluppati

Nell'analisi della relazione tra struttura finanziaria e performance è importante tener conto anche del periodo storico considerato. Come più volte ribadito, le evidenze empiriche su questa relazione mostrano risultati contrastanti e questo può essere dovuto anche al periodo a cui l'analisi si riferisce, che può essere caratterizzato o meno da una crisi finanziaria. È necessario considerare che il periodo storico può anche influenzare l'andamento del mercato azionario e questo, secondo la Teoria del Market Timing, agisce sul ricorso al debito o all'equity, che a sua volta si riflette sulla performance. In particolare, alcuni studi hanno evidenziato che le imprese preferiscono ricorrere al debito durante periodi di crisi, dunque la Teoria del Market Timing suggerisce un aumento del leverage durante fasi di difficoltà finanziaria.

Anche per l'analisi degli effetti della crisi sulla relazione sarà considerata la distinzione tra paesi emergenti, come Russia, Malesia e Thailandia e paesi sviluppati, quali Canada e Giappone. In linea generale, si nota che la crisi tende a determinare ed accentuare la relazione negativa tra debito e performance sia nei paesi emergenti sia in quelli sviluppati. Sotto questo punto di vista quindi i risultati non sono troppo distanti tra le due categorie di paesi considerate in questo elaborato.

Lo studio condotto da Arturo Bris et al.⁴⁹ considera 17 paesi che hanno vissuto una fase di crisi valutaria. Prima di tutto analizzano la struttura finanziaria, notando che la crisi accresce il livello di indebitamento. Al contrario, il valore aziendale e quindi le performance si riducono. Questo studio evidenzia differenze dell'effetto della crisi nelle imprese europee, asiatiche e americane. In particolare, nelle aziende europee si nota che prima della crisi si ha una crescita del debito e una riduzione delle performance. Successivamente al periodo di difficoltà, però, si ha una forte e veloce ripresa con un miglioramento della salute finanziaria delle imprese. Questi effetti sono dovuti all'esposizione al tasso di cambio negativo nelle società europee. Nelle imprese asiatiche, invece, la svalutazione non incide positivamente sulla salute finanziaria in quanto si verifica una crescita del leverage e una riduzione delle performance sia prima che dopo la crisi. Per quanto riguarda invece l'America Latina, la situazione è intermedia tra quella asiatica e quella europea. In sintesi,

⁴⁹ A. BRIS, Y. KOSKINEN e V. PONS, *Corporate Financial Policies and Performance around Currency Crises*, The Journal of Business, Vol. 77, No. 4 (October 2004), pp. 749-753.

prima della crisi le imprese che ritengono di poter trarre vantaggio dal deprezzamento della valuta ricorrono maggiormente al leverage rispetto alle imprese che invece ritengono che saranno danneggiate dal deprezzamento. Si dimostra la diversità della crisi asiatica rispetto a quella europea e americana in quanto in Asia dopo la crisi le imprese diventano più fragili, le performance e il valore aziendale decrescono e il leverage aumenta, mentre negli altri paesi considerati si ha una fase di forte ripresa successivamente al periodo di crisi.

Approfondendo l'analisi in riferimento alle imprese operanti in paesi emergenti, si può considerare lo studio condotto da Marzieh Khodavandlo et al.⁵⁰, che analizza la relazione nella realtà della Malesia prima, durante e dopo la crisi finanziaria del 2008. Questa situazione di difficoltà finanziaria ha origine in America a causa dell'emissione di mutui sub-prime e dell'aumento dei tassi di interesse, in conseguenza al quale i soggetti privi di merito creditizio non sono più stati in grado di ripagare le rate del mutuo. In Malesia la crisi ha portato le imprese a ridurre il livello di debito adottato e ad un aumento del costo del capitale. I tassi di interesse sono cresciuti durante il periodo di difficoltà e questo ha impattato negativamente sulle performance delle imprese con elevati livelli di leverage. Infatti, i risultati dell'analisi portano a concludere che il leverage influenzi

⁵⁰ M. KHODAVANDLOO, Z. ZAKARIA, A. NASSIR, *Capital Structure and Firm Performance During Global Financial Crisis*, International Journal of Economics and Financial Issues, 2017, 7(4), pp. 498-500.

negativamente la performance e questo tipo di relazione risulta essere particolarmente forte durante la crisi.

Vithessonthi e Tongurai⁵¹ analizzano la relazione tra struttura finanziaria e performance nelle imprese operanti in un'altra realtà emergente, ovvero quella thailandese, durante la crisi degli anni 2007-2009. Questa relazione risulta essere positiva per le imprese di piccole dimensioni e negativa per quelle più grandi. Infatti, anche la dimensione delle imprese analizzate incide sulla relazione. In particolare, essi considerano che la situazione di difficoltà ha portato a dei vincoli finanziari globali, limitando la possibilità di ricorrere a fonti di finanziamento esterne, e ad una minore crescita economica che ha ridotto le opportunità di investimento. Nel campione di imprese considerato, il livello del leverage si riduce nel periodo di crisi. Questi aspetti vanno ad incidere sul valore e sulle performance aziendali. Inoltre si sottolinea una differenza tra le imprese di diverse dimensioni nelle scelte di struttura finanziaria durante un periodo di crisi: le imprese di piccole dimensioni ricorrono prevalentemente all'equity esterno mentre quelle grandi ricorrono all'autofinanziamento. Infatti l'incidenza della struttura finanziaria sulla performance risulta essere diversa in base alla dimensione delle imprese considerate. Questo studio mostra che, durante la crisi, le limitate opportunità di

⁵¹ C. VITHESSONTHIA, J. TONGURA, *The effect of firm size on the leverage-performance relationship during the financial crisis of the 2007-2009*, Journal of multinational financial management, 29, 2015, pp. 1-4, 21-22.

investimento e le restrizioni finanziarie incidono sulla relazione tra struttura finanziaria e performance, la quale cambia anche in funzione della dimensione aziendale considerata. Si nota che le piccole imprese espandono la loro asset base durante la crisi, principalmente tramite emissione di azioni dato che la variazione del leverage risulta bassa nel periodo considerato⁵². Il fatto che solo le piccole imprese abbiano ampliato la loro asset base durante la crisi finanziaria, mentre le aziende di grandi dimensioni l'abbiano ridotta, implica che le prime non subiscono forti restrizioni finanziarie come invece si potrebbe credere. Dunque, le imprese di piccole dimensioni sono meno penalizzate dalla crisi e mostrano una relazione positiva tra leverage e performance, al contrario delle grandi imprese.

L'analisi condotta da Davydov e Vahamaa⁵³ approfondisce la relazione in Russia, paese emergente, durante la crisi del 2008. In particolare, essi verificano se il ricorso al debito bancario o alle obbligazioni influenzi il rendimento azionario durante il credit crunch. Durante la crisi del 2008, a causa della maggior avversione al rischio degli investitori e delle condizioni più restrittive dei prestiti esteri, si sono verificati shock di liquidità sui mercati di capitali di molti paesi emergenti. Per quanto riguarda la relazione tra struttura finanziaria e performance, le imprese dovrebbero riuscire a ridurre il più possibile gli effetti negativi dovuti agli shock

⁵² C. VITHESSONTHIA, J. TONGURA, *op. cit.*, p. 26.

⁵³ D. DAVYDOV, S. VÄHÄMAA, *Debt source choices and stock market performance of Russian firms during the financial crisis*, *Emerging Markets Review*, Vol. 15, 2013, pp. 148-151.

economici esterni tramite un rapido cambiamento della propria struttura finanziaria, orientandosi verso fonti di debito che possano garantire maggiore flessibilità finanziaria. Sebbene la crisi del 2008 sia derivata dall'emissione di mutui sub-prime in America e quindi sia totalmente esterna alla Russia, questo Stato ne ha risentito fortemente. Davydov e Vahamaa evidenziano che, se si considerano i dati relativi al periodo antecedente la crisi, ricorrere al debito bancario o alle obbligazioni non mostra differenza nell'impatto sulla performance. Al contrario, durante la crisi, le imprese che ricorrono al debito bancario mostrano una crescita del valore aziendale e dunque migliori performance. Questo risultato indica che il debito bancario garantisce una maggiore flessibilità finanziaria durante periodi di forte stress del mercato. La capacità delle banche di erogare linee di credito permette alle imprese di ottenere una maggiore flessibilità finanziaria e per questo, in periodi di crisi, questa tipologia di debito può essere un vantaggio. Nonostante ciò, si nota che le imprese che dipendono maggiormente dal debito bancario mostrano una ripresa del prezzo azionario più lenta nel periodo post crisi. Inoltre, questi studiosi non trovano nessuna relazione evidente tra rendimento azionario e scelta del livello di indebitamento nel periodo successivo alla crisi.

Lo studio condotto da Kang e Stulz⁵⁴ giunge invece ad un risultato opposto rispetto a Davydov e Vahamaa. Questa analisi permette di passare a considerare

⁵⁴ J. KANG, R. STULZ, *Do banking shocks affect borrowing firm performance? An analysis of the Japanese experience*, *Journal of Business* 73(1), 2000, p. 22.

l'impatto della crisi sulla relazione nei paesi sviluppati. Infatti, essi prendono in esame la relazione tra struttura finanziaria e performance confrontando imprese che ricorrono al debito bancario con quelle che invece ricorrono ad altre forme di finanziamento, durante un periodo di crisi in Giappone. Essi dimostrano che, in periodi di difficoltà finanziaria, le imprese che ricorrono maggiormente al debito bancario hanno performance peggiori. La differenza riscontrata rispetto ai risultati a cui giungono Davydov e Vahamaa può probabilmente essere ricondotta alla diversità nel livello di sviluppo dei due paesi considerati: il Giappone è una realtà sviluppata mentre la Russia rientra nei paesi emergenti.

Continuando l'analisi in riferimento alle imprese operanti in paesi sviluppati, si può considerare lo studio condotto da Ashrafee Tanvir Hossain et al.⁵⁵ su imprese del Canada, che analizza la relazione tra struttura finanziaria e performance prima (2004-2006), durante (2007-2009) e dopo (2010-2013) la crisi. Gli Autori notano che i tassi di interesse in Canada risultano essere bassi negli anni considerati e questo ha ridotto il rischio di fallimento. I manager hanno quindi investito in progetti rischiosi e gli aspetti negativi del debito hanno superato i benefici, determinando una riduzione del valore aziendale e delle performance. Essi notano che il leverage ha una relazione fortemente negativa con la performance prima, durante e dopo la crisi.

⁵⁵ A. T. HOSSAIN, D. X. NGUYEN, *Capital Structure, Firm Performance and the Recent Financial Crisis*, Journal of Accounting and Finance, Vol. 16(1) 2016. Pp.76-78.

Si vuole quindi dimostrare che anche il periodo storico analizzato può contribuire a spiegare le evidenze empiriche che emergono sulla relazione. Dagli studi si evince che la crisi finanziaria influenza la relazione tra struttura finanziaria e performance. Non possono però delinearsi differenze nette tra paesi emergenti e sviluppati negli effetti che tale situazione di difficoltà determina sulla relazione. In linea generale, si nota che in entrambe le categorie la crisi accentua la relazione negativa. Dunque, indebitarsi fortemente durante periodi di crisi ridurrebbe il valore aziendale e le performance.

Fino ad ora si è osservato come i fattori esterni all'impresa vadano ad incidere sul rapporto tra struttura finanziaria e performance. In realtà però è importante esaminare anche aspetti interni all'azienda. Come si vedrà nel proseguo di questo elaborato, anche la scelta della strategia da adottare porta conseguenze nell'impatto del leverage sui risultati dell'impresa.

3.2.4. Impatto della strategia aziendale e dell'intensità competitiva sulla relazione nei paesi emergenti e sviluppati

Non solo aspetti esterni all'azienda, quali ad esempio contesto istituzionale e legale, possono modificare la relazione tra struttura finanziaria e performance, ma anche fattori interni come la strategia adottata. Prima di tutto è possibile considerare che questa va ad influenzare le scelte di struttura finanziaria e quindi il ricorso al debito o all'equity, per passare poi a riflettere su come modifichi la relazione con

le performance. Anche in questo caso sarà possibile considerare sia paesi emergenti, come Thailandia e Pakistan, che realtà sviluppate come gli Stati Uniti.

Focalizzando quindi l'attenzione sulla struttura finanziaria, si possono analizzare cinque proposizioni riferite alla strategia che implicano determinate scelte nelle fonti di finanziamento. Queste proposizioni sono enunciate da Barton e Gordon⁵⁶. La prima sostiene che la struttura finanziaria adottata in azienda dipenda dalla propensione al rischio del top management. Infatti, l'impresa sceglie i livelli di debito ed equity in funzione del rischio che decide di assumere. Come è noto, maggiore è il rischio maggiore sarà il rendimento. La seconda proposizione sostiene che la struttura finanziaria vari in base agli obiettivi del top management. Le scelte strategiche sono volte al raggiungimento di tali obiettivi e quindi anche la decisione di ricorso all'equity e al debito ha un risvolto strategico. La terza proposizione stabilisce che i manager preferiranno ricorrere a fonti di finanziamento interne per poter avere più flessibilità nelle loro decisioni strategiche. Invece la quarta proposizione si concentra sul punto di vista degli investitori, sostenendo che essi scelgano l'ammontare del credito in base alla propensione al rischio del top management e alla situazione finanziaria dell'impresa. Infatti, se c'è elevato rischio di fallimento sarà minore l'importo del credito. L'ultima proposizione spiega che

⁵⁶ S. L. BARTON e P. J. GORDON, *Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure?*, The Academy of Management Review, Vol. 12, No. 1 (Jan., 1987), pp. 71-72.

particolari variabili, quali la flessibilità e il rischio, influenzano le scelte di struttura finanziaria.

Come detto, la strategia adottata va ad influenzare la scelta tra debito ed equity. Alcuni studiosi sostengono, ad esempio, che la strategia di diversificazione possa permettere all'impresa la riduzione del rischio operativo e questo incide sul livello di indebitamento scelto. Inoltre si nota che in diversi gruppi strategici si adotta una differente struttura finanziaria. Barton e Gordon⁵⁷ effettuano anche un'analisi empirica per valutare l'incidenza della strategia sulla struttura finanziaria tramite una regressione, confermando l'esistenza di questa relazione. Anche Kochhar e Hitt⁵⁸ si focalizzano sulla strategia, considerando che il finanziamento azionario prevale in caso di diversificazione correlata mentre nella diversificazione incorrelata prevale l'indebitamento. Infatti, nel primo caso, l'elevata specificità determina per i creditori un alto rischio di perdere quanto investito in caso di fallimento. Gli azionisti, rispetto ai creditori, riescono a monitorare meglio le attività dei manager e quindi nel caso della diversificazione correlata prevale il finanziamento azionario. Al contrario, nella diversificazione incorrelata c'è minor rischio, dunque minori perdite attese per i creditori. Perciò in questo caso prevale il debito.

⁵⁷ S. L. BARTON e P. J. GORDON, *Corporate Strategy and Capital Structure*, Strategic Management Journal, Vol. 9, No. 6 (Nov. - Dec., 1988), p. 630.

⁵⁸ R. KOCHHAR, M. A. HITT, *Linking corporate strategy to capital structure: Diversification strategy, type and source of financing*, Strategic Management Journal, 19(6), 1998, pp. 608-609.

Bisogna sottolineare che la strategia non incide soltanto sulle scelte del livello di indebitamento o del ricorso all'equity ma influenza anche le performance aziendali. Suresh Kotha e Anil Nair⁵⁹ vanno ad approfondire proprio questo aspetto. Essi dimostrano che una strategia volta all'efficienza dei costi è legata positivamente alle performance mentre la differenziazione ha un legame negativo con il ROS.

Prendendo ora in considerazione l'effetto della strategia e dell'ambiente competitivo sulla relazione tra struttura finanziaria e performance, è possibile riproporre la distinzione tra paesi emergenti e sviluppati in quanto nei primi le imprese tendono ad adottare determinate strategie piuttosto che altre, che incidono diversamente sulla relazione esaminata. In particolare, come riportato da Young et al.⁶⁰, i paesi emergenti soffrono di una debolezza istituzionale che influenza le scelte strategiche e determina svantaggi competitivi. Infatti, la scelta delle strategie da attuare in azienda è influenzata da tre aspetti: le istituzioni, e quindi i vincoli formali e informali, le risorse a disposizione dell'impresa e il livello competitivo dell'industria in cui si opera. Nella distinzione tra paese emergente e sviluppato, il fattore istituzionale è proprio quello che determina le maggiori differenze

⁵⁹ S. KOTHA e A. NAIR, *Strategy and Environment as Determinants of Performance: Evidence from the Japanese Machine Tool Industry*, Strategic Management Journal, Vol. 16, No. 7 (Oct., 1995), pp. 503-505.

⁶⁰ M. N. YOUNG, T. TSAI, X. WANG, S. LIU, D. AHLSTROM, *Strategy in emerging economies and the theory of the firm*, Asia Pacific Journal Management (2014), 31, pp. 332-335.

strategiche. Considerando la Resource-Based View⁶¹, le imprese avranno vantaggio quando possiedono particolari risorse, superiori rispetto ai competitors. Una risorsa fondamentale è il capitale umano, in quanto non può essere imitato dalle altre imprese, ma investire in questa tipologia di risorsa risulta molto rischioso e, se non è garantita un'adeguata protezione dei diritti di proprietà intellettuale, gli stakeholders saranno restii a questo tipo di investimento. Questo è proprio ciò che accade alle imprese nei paesi emergenti che quindi non riescono a sviluppare le risorse intangibili che darebbero loro un forte vantaggio competitivo. Si nota che la debolezza istituzionale dei paesi emergenti influenza sia le scelte strategiche sia la capacità competitiva delle imprese. La globalizzazione porta sempre più le imprese di ogni paese a dover competere con quelle di tutto il mondo. Nei paesi emergenti questa competizione globale si scontra con i limiti e la debolezza delle istituzioni interne. Dunque, le strategie adottate dai paesi in via di sviluppo differiscono da quelle dei paesi sviluppati e, a loro volta, strategie differenti incidono in maniera diversa sulla relazione tra leverage e performance.

Analizzando l'impatto che la strategia adottata può avere sulla relazione tra struttura finanziaria e performance nei paesi emergenti, si può considerare lo studio condotto da Vithessonthi e Tongurai⁶² su imprese operanti in Thailandia. In

⁶¹ M. N. YOUNG, T. TSAI, X. WANG, S. LIU, D. AHLSTROM, *op. cit.*, pp. 339-340.

⁶² C. VITHESSONTHI e J. TONGURAI, *The effect of leverage on performance: domestically-oriented versus internationally-oriented firms*, Research in International Business and Finance, Vol. 34, 2015, pp. 265-268.

particolare, si fa riferimento alla scelta strategica di orientarsi al mercato domestico o di internazionalizzarsi. Bisogna sottolineare che solitamente nei paesi emergenti prevale la tendenza ad operare nel mercato domestico in quanto l'internazionalizzazione richiede all'impresa un elevato livello di sviluppo e risorse. Nonostante ciò, è possibile comunque notare la presenza di imprese in paesi emergenti che si rivolgono a mercati esteri. Vithessonthi e Tongurai si domandano perché la struttura finanziaria influenzi diversamente le performance nelle imprese internazionalizzate rispetto a quelle orientate al mercato domestico. Essi sostengono che le imprese che si rivolgono a mercati esteri acquisiscono maggiori risorse e capacità che permettono una maggiore creazione di valore. Inoltre, queste imprese avranno migliori opportunità di investimento. La scelta strategica di internazionalizzare si riflette sulla struttura finanziaria in quanto queste imprese avranno maggiore flessibilità. Nell'analisi condotta da Vithessonthi e Tongurai⁶³ si conferma che il livello di indebitamento influenza la performance e, in particolare, l'effetto del leverage sulla performance è più forte nelle imprese internazionalizzate rispetto a quelle che operano sul mercato domestico. Questa relazione risulta essere positiva per le imprese che si rivolgono all'estero: all'aumentare del leverage cresce il valore aziendale e migliorano le performance. Al contrario, la relazione è negativa nelle imprese domestically-oriented. Questo dipende proprio dal fatto che le

⁶³ C. VITHESSONTHI e J. TONGURAI, (2015), *op. cit.*, p. 277.

imprese internazionalizzate avranno migliori opportunità di investimento e il leverage cresce man mano che vengono intrapresi progetti profittevoli. Dato che nei paesi emergenti la strategia prevalente è solitamente quella di operare solo nel mercato domestico, si conferma il filone di studi che ritiene negativa la relazione tra struttura finanziaria e performance in questa categoria di paesi.

Anche lo studio condotto da Talat Afza e Naveed Ahmed⁶⁴ si concentra sulle imprese di un paese emergente, ovvero il Pakistan. Essi confermano l'esistenza di una relazione negativa quando è adottata la strategia di differenziazione. Infatti, un maggior ricorso al debito limita la possibilità per i manager di innovare, poiché crescono i conflitti con i creditori e le attività di monitoraggio da parte di questi ultimi sul loro operato. Questo non permette di ottenere vantaggi in termini di migliori performance tramite la strategia di differenziazione.

Passando ora ad analizzare i paesi sviluppati, è possibile considerare lo studio condotto da Jermias⁶⁵, che si concentra sulle imprese operanti negli Stati Uniti, valutando come la strategia di differenziazione o di leadership di costo possa incidere sulla relazione tra struttura finanziaria e performance. Inoltre, prende in considerazione anche l'impatto dell'intensità competitiva sulla relazione. Nella

⁶⁴ T. AFZA e N. AHMED, *Capital Structure, Business Strategy and firm's performance: Evidence from Pakistan*, European Online Journal of Natural and Social Sciences 2017, Vol.6, No.2, p. 311-317.

⁶⁵ J. JERMIAS, *The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance*, The British Accounting Review, 40 (2008), pp. 71-74.

strategia di differenziazione l'impresa è volta a fornire prodotti unici che si differenziano rispetto a quelli dei concorrenti per caratteristiche e qualità, mentre nella strategia di leadership di costo è volta al raggiungimento di costi di produzione inferiori rispetto alle altre imprese operanti nella stessa industria. Un'impresa che adotta la leadership di costo avrà maggiori benefici derivanti dal debito perché migliorerà l'efficienza dei manager che ridurranno i loro comportamenti opportunistici. Questo determinerà un effetto positivo sul valore aziendale e sulle performance. Dall'altro lato, le imprese che si rivolgono alla strategia di differenziazione, sono caratterizzate da una maggiore incertezza poiché dovranno investire fortemente in ricerca e sviluppo e in attività rischiose. Dunque, tenderanno ad assumere livelli più bassi di debito, in quanto il monitoraggio limiterebbe la possibilità di innovare. Un ridotto monitoraggio comporta maggiori conflitti di agenzia e i costi ad essi connessi riducono il valore aziendale. L'ipotesi che questo studio verifica è che la relazione tra struttura finanziaria e performance sia negativa quando le imprese adottano una strategia di differenziazione rispetto alla leadership di costo.

Per quanto riguarda invece l'intensità competitiva⁶⁶, quando questa è forte i manager ridurranno la tendenza a soddisfare i propri interessi e attenueranno i comportamenti opportunistici, mentre quando è bassa potranno soddisfare più

⁶⁶ J. JERMIAS, *op. cit.*, p. 74.

facilmente gli obiettivi personali. L'intensità competitiva ha quindi la stessa funzione del debito sui comportamenti opportunistici dei manager: all'aumentare della competizione (così come del debito) si riduce il cash flow nelle mani dei manager. Dunque, quando l'intensità competitiva è alta, secondo Jermias, il beneficio del debito relativo al monitoraggio non avrà molto rilievo, in quanto già l'elevata competizione agisce sul comportamento dei manager. Quindi, il beneficio del debito si riduce all'aumentare dell'intensità competitiva, con un effetto negativo sul valore aziendale, perciò la relazione tra struttura finanziaria e performance diventerà tanto più negativa al crescere di questa intensità. Anche Roy L. Simerly e Mingfang Li⁶⁷ analizzano come il dinamismo ambientale incida su struttura finanziaria e performance, considerando imprese operanti negli Stati Uniti. Per dinamismo ambientale intendono il grado di instabilità nell'ambiente competitivo in cui l'impresa opera. Essi sostengono che, quando questa instabilità è elevata, le imprese devono realizzare investimenti che permettano loro di ottenere un vantaggio competitivo elevato. Questi investimenti però possono essere molto rischiosi. Dato l'elevato rischio e l'incertezza che caratterizza queste imprese, il costo del debito sarà più elevato e perciò esse ricorreranno meno al leverage. Dunque, quando la dinamicità competitiva è elevata, si ricorrerà meno al debito

⁶⁷ R. L. SIMERLY, M. LI, *Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance: A Theoretical Integration and an Empirical Test*, Strategic Management Journal, Vol. 21, No. 1 (Jan., 2000), pp. 38-40.

rispetto alle imprese che operano in contesti più stabili. Roy L. Simerly e Mingfang Li evidenziano che le imprese che operano in contesti competitivi stabili mostrano una relazione positiva tra leverage e performance, mentre quelle che si collocano in ambienti dinamici avranno migliori performance e accresceranno il valore aziendale se assumono livelli bassi di leverage.

Si può sostenere quindi che non soltanto gli aspetti istituzionali, legali e culturali del paese, emergente o non, incidono sulla relazione tra struttura finanziaria e performance, ma anche la strategia adottata dall'impresa e l'intensità competitiva del contesto in cui opera assumono un ruolo importante.

CONCLUSIONI

Il presente elaborato ha permesso di approfondire la relazione tra struttura finanziaria e performance, che nelle evidenze empiriche mostra risultati contrastanti. È stato possibile ricondurre queste evidenze contrastanti ad aspetti interni ed esterni all'impresa che variano tra diversi paesi. Infatti, la relazione risulta essere prevalentemente positiva nei paesi sviluppati e negativa in quelli emergenti. Sebbene questo sia il risultato prevalente nelle analisi empiriche, non mancano delle eccezioni dovute proprio all'impatto di numerose variabili sulla relazione tra struttura finanziaria e performance.

Il primo capitolo dell'elaborato è volto ad approfondire le teorie sulla struttura finanziaria, al fine di comprendere come l'impresa possa raggiungere un livello di indebitamento ottimale che le permetta di massimizzare il suo valore, quantificabile attraverso misure di performance. Sono stati quindi approfonditi i principali contributi sul tema, concludendo che la struttura finanziaria ottimale è quella che permette di compensare perfettamente i benefici marginali con i costi marginali del debito. Si può notare come già dalle teorie emergano considerazioni contrastanti sulla relazione tra struttura finanziaria e performance. Infatti, prendendo in esame la teoria del Trade-off, si potrebbe sostenere che la relazione sia positiva fino ad un certo livello di indebitamento mentre, per importi troppo alti di leverage, essa diventi negativa in quanto i costi marginali del debito saranno maggiori dei benefici marginali e ridurranno il valore aziendale. Considerando invece la teoria dei costi

di agenzia, il segno della relazione tra struttura finanziaria e performance dipenderà dalla tipologia di conflitti studiata, poiché la crescita dell'indebitamento ha un effetto diverso su di essi: positivo per i conflitti tra manager ed azionisti, negativo per quelli tra shareholders e creditori e tra azionisti di maggioranza e di minoranza.

Il secondo capitolo ha permesso di approfondire il tema delle performance e, in particolare, come è possibile misurarle e quali sono le determinanti. È emerso che, oltre alla struttura finanziaria, i principali fattori che influenzano i risultati conseguiti dalle imprese sono: i sistemi di corporate governance, le caratteristiche aziendali, gli aspetti industry- e country- specific. In riferimento ai sistemi di corporate governance, è possibile osservare una relazione positiva con le performance. Numerosi studiosi hanno esaminato anche l'impatto delle caratteristiche aziendali sui risultati, considerando in particolare il livello di crescita, la produttività, gli anni di attività dell'impresa e la dimensione. Per quanto riguarda poi i fattori industry-specific, sono stati approfonditi gli aspetti relativi a concentrazione, barriere all'entrata e crescita dell'industria in cui l'impresa opera. Dallo studio dei fattori country-specific emerge invece che sistemi finanziari e legali non adeguatamente sviluppati e un elevato livello di corruzione riducono il valore aziendale e le performance. Si nota inoltre che il paese d'origine influenza le performance delle imprese anche tramite l'impronta culturale, che incide sulle decisioni prese dai manager. Diviene quindi possibile evidenziare una differenza tra le performance delle aziende operanti in paesi sviluppati e in paesi emergenti.

In questi ultimi si riscontra solitamente un ambiente istituzionale caratterizzato da mercati di capitale poco sviluppati, forte presenza dello Stato nelle operazioni commerciali, mancanza di informazioni e barriere all'entrata minime. Questi aspetti portano le imprese ad avere minori performance rispetto a quelle attive in paesi sviluppati.

L'elaborato permette poi di approfondire la struttura finanziaria come determinante delle performance. È stato obiettivo di questo lavoro valutare come essa influenzi i profitti delle imprese nei paesi emergenti e sviluppati, anche in funzione delle variabili aziendali, industriali e riferibili allo specifico paese considerato. Nel terzo capitolo è stato infatti approfondito questo tema. Prima di tutto bisogna sottolineare che negli studi empirici si riscontrano evidenze contrastanti che possono essere ricondotte all'intervento dello Stato nell'economia, ad aspetti legali e culturali, alla presenza di crisi finanziaria nel periodo analizzato, alle strategie implementate dalle imprese. Questi aspetti possono differire fortemente tra paesi emergenti e sviluppati, permettendo di distinguere un diverso impatto della struttura finanziaria sulle performance. In particolare, si nota prevalentemente una relazione positiva nelle imprese operanti in paesi sviluppati e negativa in quelli emergenti, ma non senza eccezioni.

In riferimento ai paesi emergenti, la relazione negativa viene spesso attribuita al fatto che i benefici fiscali sono minori dei costi del dissesto e quindi al crescere dell'indebitamento si riduce il valore aziendale. Inoltre, a causa delle asimmetrie

informative e del minor livello di sviluppo del sistema finanziario, il vantaggio del debito relativo al monitoraggio dei comportamenti dei manager è minore e questo non permette di ridurre i conflitti con gli azionisti. È importante sottolineare che spesso nei paesi emergenti le banche e il mercato obbligazionario sono in mano allo Stato e questo determina un effetto negativo del debito su valore aziendale e performance. Si notano poi elevati tassi di interesse che gravano sulle imprese nei confronti dei creditori e anche questo contribuisce alla determinazione di minori profitti al crescere dell'indebitamento. La relazione tra struttura finanziaria e performance risulta essere quindi negativa nei paesi emergenti. Non mancano però risultati opposti, che rappresentano delle eccezioni in quanto riconducibili ad alcuni aspetti specifici del singolo paese considerato nell'analisi, quali ad esempio incertezza dell'economia locale e instabilità dell'ambiente esterno che comportano rischi operativi e finanziari e inducono all'adozione di politiche di indebitamento più rischiose, oppure all'industria a cui le imprese analizzate appartengono.

Per quanto riguarda i paesi sviluppati, invece, emerge una relazione per lo più positiva tra struttura finanziaria e performance. Si può sottolineare la presenza in questi paesi di una forte protezione dei diritti dei creditori, che permette la riduzione dei problemi di azzardo morale, e dei diritti degli azionisti, che consente di disciplinare i comportamenti dei manager. Questo maggior livello di tutela riduce i costi di agenzia e quindi impatta positivamente su valore aziendale e performance, permettendo anche un maggior ricorso al debito. Sono comunque presenti alcune

eccezioni anche nei paesi sviluppati. Ad esempio, in Italia si riscontra una relazione negativa dovuta ad un ridotto accesso al credito bancario per le imprese, ad un sistema legale inefficiente e ad un'elevata corruzione.

È importante tener conto anche dell'aspetto culturale e di come esso incida sulla relazione tra struttura finanziaria e performance. Infatti, bisogna considerare se nel paese si riscontra una cultura individualista, una bassa distanza dal potere, una cultura che enfatizza i risultati e le ricompense monetarie, oppure se ci sia avversione all'incertezza.

Le evidenze empiriche contrastanti in riferimento alla relazione tra struttura finanziaria e performance possono essere ricondotte non solo agli aspetti istituzionali, legali e culturali ma anche al periodo storico considerato. Si nota infatti che anche la crisi finanziaria va ad influenzare le scelte relative al livello di indebitamento, che a loro volta si riflettono sui risultati aziendali. In linea generale, è emerso che la crisi accentua la relazione negativa tra struttura finanziaria e performance sia nei paesi emergenti che in quelli sviluppati. Perciò si può concludere che ricorrere ad un livello molto alto di indebitamento durante periodi di difficoltà finanziaria porta ad una riduzione del valore aziendale e delle performance.

In questo elaborato si mostra poi che non soltanto gli aspetti esterni all'impresa contribuiscono a spiegare le evidenze contrastanti nella relazione analizzata. In effetti, è possibile considerare anche aspetti interni all'azienda, come la strategia da

essa implementata. Quest'ultima, infatti, incide sulla struttura finanziaria e sulla determinazione delle performance. Le scelte strategiche sono influenzate dalle istituzioni del paese considerato, dal livello competitivo dell'industria esaminata e dalle risorse a disposizione dell'azienda. Dunque le strategie adottate dalle imprese operanti in paesi in via di sviluppo si differenziano da quelle adottate nei paesi sviluppati e strategie diverse determinano un diverso impatto sulla relazione tra struttura finanziaria e performance. Si nota, ad esempio, che la strategia di differenziazione determina una relazione negativa poiché al crescere del debito si limita la possibilità dei manager di innovare, a causa del forte monitoraggio da parte dei creditori. Al contrario, la leadership di costo determina una relazione positiva poiché l'azienda avrà maggiori benefici derivanti dal debito dovuti alla riduzione dei comportamenti opportunistici dei manager.

Si può quindi concludere che le evidenze empiriche contrastanti nella relazione tra struttura finanziaria e performance sono ricondotte ad aspetti esterni ed interni all'azienda e si riscontra prevalentemente una relazione positiva nei paesi sviluppati e negativa in quelli emergenti, ma non senza eccezioni dovute alla numerosità di fattori che possono modificare la relazione.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- ABOR J., Biekpe N. (2005), *Does corporate governance affect the capital structure decisions of Ghanaian SMEs?*, working paper presented at Biennial Conference of the Economic Society of South Africa, Durban, South Africa, September, pp. 1-10.
- ABOR J., *Debt policy and performance of SMEs: evidence from Ghanaian and South Africa firms*, Journal of Risk, Emerald Group Publishing, 6, 2007, pp. 438-445.
- ABOR J., *The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana*, Journal of Risk Finance, Vol. 6 No. 5, 2005, pp. 438-445.
- ABU-TAPANJEH A. M., *An empirical study of firm structure and profitability relationship: the case of Jordan*, Journal of Economic and Administrative Sciences, Vol. 22 No. 1, 2006, pp. 41-59.
- AFZA T., AHMED N., *Capital Structure, Business Strategy and firm's performance: Evidence from Pakistan*, European Online Journal of Natural and Social Sciences 2017, Vol.6, No.2 pp. 302-328.
- AGGARWAL R. e ZONG S., *The cash-flow investment relationship: international evidence of limited access to external finance*, in Journal of Multinational Financial Management, 16 (1), 2006, pp. 89-104.
- AHMAD N., SALMAN A., SHAMSI A. F., *Impact of Financial Leverage on Firms' Profitability: An Investigation from Cement Sector of Pakistan*, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.6, No.7, 2015, pp. 75-80.
- AL-MATARI, E.S., AL-SWIDI, A.K. e FADZIL, F.H.B., *The measurements of firm performance's dimensions*, Asian Journal of Finance & Accounting, Vol. 6 No. 1, 2014, pp. 24-49.
- AL-QUDAH A., *The Relationship between Capital Structure and Financial Performance in the Companies Listed in Abu Dhabi Securities Exchange: Evidences from United Arab Emirates*, Review of European Studies; Vol. 9, No. 2, 2017.
- AMAN H., NGUYEN P., *Do Stock Prices Reflect the Corporate Governance Quality of Japanese Firms?* Working Paper, University of New South Wales, 2007, pp. 1-34.
- AMIHUD Y. e LEV B., *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*, in The bell journal of economics, 12(2), 1981, pp. 605-617.
- ARDALAN K., *Capital structure theory: Reconsidered*, Research of international business and finance, No. 39, 2017, pp. 696-710.
- AYYAGARI M., DEMIRGUC-KUNT A. e MAKSIMOVIC V., *How important are financing constraints? The role of finance in the business environment*, The World Bank Economic Review, Vol. 22, No. 3 (2008), pp. 483-516.
- BAKER M. e WUGLER J., *Market Timing and Capital Structure*, The Journal of Finance, Vol. 57, No. 1 (Feb., 2002), pp. 1-32.

- BĂLAN M., VASILE V., *Cultural determinants of economic performance in Romania*, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 188, 2015, pp. 290 – 296.
- BARTON S. L. e GORDON P. J., *Corporate Strategy and Capital Structure*, *Strategic Management Journal*, Vol. 9, No. 6 (Nov. - Dec., 1988), pp. 623-632.
- BARTON S. L. e GORDON P. J., *Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure?*, *The Academy of Management Review*, Vol. 12, No. 1 (Jan., 1987), pp. 67-75.
- BECK T., DEMIRGUC-KUNT A. e MAKSIMOVIC V., *Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?*, *Journal of Finance*, LX, 1, February 2005, pp. 137-177.
- BERGER A. N., BONACCORSI DI PATTI E., *Capital structure and firm performance: a new approach to testing agency theory and an application to the banking industry*, *Journal of banking & finance*, 30 (2006), pp. 1065-1102.
- BERK J., DEMARZO P., *Finanza aziendale 1*, Pearson Paravia Bruno Mondadori S.p.a., Milano, 2008.
- BITITCI, U., CARRIE, A., e MCDEVITT, L., *Integrated performance measurement systems: A development guide*, *International Journal of Operations & Production Management*, 17(5), 1997, pp. 522–534.
- BOOTH L., AIVAZIAN V., DEMIRGUC-KUNT A. e MAKSIMOVIC V., *Capital Structures in Developing Countries*, *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 1 (Feb., 2001), pp. 87-130.
- BOTERO J., DJANKOV S., LA PORTA R., F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, *The Regulation of Labor*, *Quarterly Journal of Economics*, 2004, pp. 1339-1382.
- BOUBAKRI N., COSSET J. C., GUEDHAMI O., *Liberalization, corporate governance and the performance of privatized firms in developing countries*, *Journal of Corporate Finance*, 11 (2005), pp. 767 – 790.
- BREALEY R. A., MYERS S. C., ALLEN F., *Principles of Corporate Finance*, 11th Global Edition, McGraw-Hill Education, Maidenhead.
- BREALEY R. A., MYERS S. C., ALLEN F., SANDRI S., *Principi di finanzia aziendale*, quinta edizione, McGraw-Hill.
- BRIS A., KOSKINEN Y. e PONS V., *Corporate Financial Policies and Performance around Currency Crises*, *The Journal of Business*, Vol. 77, No. 4 (October 2004), pp. 749-796.
- BRONER F. A., LORENZONI G., SCHMUKLER S. L., *Why do emerging economies borrow short term?*, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 11, Supplement 1: 10 th Anniversary Celebratory Issue (January 2013), pp. 67-100.
- CALOGHIROU Y., PROTOGEROU A., SPANOS Y., PAPAGIANNAKIS L., 2004, *Industry- versus Firm-specific Effects on Performance: Contrasting SMEs and Large-sized Firms*, *European Management Journal* Vol. 22, No. 2, pp. 231–243.
- CAPON N. FARLEY J. U., HOENIG S., *Determinants of financial performance: a meta-analysis*, *Management science*, Vol. 36, No. 10. October 1990.
- CHACAR A., VISSA B., *Are emerging economies less efficient? Performance persistence and the impact of business group affiliation*, *Strategic Management Journal*, No. 26, 2005, pp. 933–946.

- CHANG A., LENG A., *The Impact of Corporate Governance Practices on Firms' Financial Performance: Evidence from Malaysian Companies*, ASEAN Economic Bulletin, Vol. 21, No. 3 (December 2004), pp. 308-318.
- CHEN J. e STRANGE R., *The determinants of capital structure: evidence from Chinese listed companies*, in Economic change and Restructuring, No.38, 2005, pp. 11-35.
- CHEN J., *Determinants of capital structure of Chinese-listed companies*, in Journal of Business Research, No. 57, 2004, pp. 1341-1351.
- CHIANG Y., CHANG P. e HUI C., *Capital structure and profitability of the property and construction sectors in Hong Kong*, Journal of Property Investment and Finance, Vol. 20 No. 6, 2002, pp. 434-453.
- CHUKWU G. e EGBUHZOR C., *Tangible Assets and Corporate Performance: Evidence from the manufacturing industry in Nigeria*, Research Journal of Financial Sustainability Reporting, Vol. 2, No 1, 2017, pp. 271-277.
- COMMANDER S. e NIKOLOSKI Z., *Institutions and economic performance: What can be explained?*, European Bank for reconstruction and development, Working Paper No. 121, pp. 1-32.
- CORTINA J. J., DIDIER T., SCHMUKLER S. L., *Corporate Debt Maturity in Developing Countries. Sources of Long- and Short-Termism*, Policy Research Working Paper 8222, World Bank Group.
- CUSTODIO C., FERREIRA M.A., LAUREANO L., *Why Are U.S. Firms Using More Short-term Debt?* Journal of Financial Economics 108(1), 2012, pp. 182–212.
- D'SOUZA J., MEGGINSON W., NASH R., *Effect of institutional and firm-specific characteristics on post-privatization performance: Evidence from developed countries*, Journal of Corporate Finance, 11 (2005), pp. 747–766.
- DAMODARAN A., ROGGI O., *Finanza aziendale. Applicazioni per il management*, quarta edizione, Apogeo Education.
- DAVID D.F. e OLORUNFEMI S., *Capital structure and corporate performance in Nigeria petroleum industry: panel data analysis*, Journal of Mathematics and Statistics, Vol. 6 No., 2010.
- DAVYDOV D. e VÄHÄMAA S., *Debt source choices and stock market performance of Russian firms during the financial crisis*, Emerging Markets Review, Vol. 15, 2013, pp. 148-159.
- DAWAR V., *Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence*, Managerial Finance Vol. 40 No. 12, 2014 pp. 1190-1206.
- DE HAAN L. e HINLOOPEN J., *Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond, and share issues: evidence for Dutch firms*, in Journal of Empirical Finance, No. 10, 2003, pp. 661-681.
- DE JONG A., KABIR R., NGUYEN T. T., *Capital structure around the world: the roles of firm- and country-specific determinants*, in Journal of Banking & Finance, 32, (2008) pp. 1954-1969.
- DELCOURE N., *The determinants of capital structure in transitional economies*, in International Review of Economics and Finance, No. 16, 2007, pp. 400-415.

- DEMIRGUC-KUNT A., MAKSIMOVIC V., *Institutions, financial markets and firm debt maturity*, Journal of financial economics, 54, pp. 295-336.
- DESSÍ R. e ROBERTSON D., *Debt, Incentives and Performance: evidence from UK Panel Data*, The Economic Journal, Vol. 113, No. 490 (Oct., 2003), pp. 903-919.
- DOMENICHELLI O., *Le determinanti della struttura finanziaria. Profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli editore, Torino.
- DURNEV A. e KIM H., *To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation*, Journal of Finance, LX (3), 2005, pp. 1461-93.
- EBAID I.E., *The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt*, Journal of Risk Finance, Vol. 10 No. 5, 2009, pp. 477-487.
- EISENBERG T., SUNDGREN S., e WELLS M. T., *Large board size and decreasing firm value in small firms*, Journal of Financial Economics, No. 48, 1998, pp. 35-54.
- EL-CHAARANI H., *The impact of financial and legal structures on the performance of european listed firms*, The International Journal of Business and Finance Research, Vol. 9, No.2, 2015, pp.39-52.
- ERIOTIS N.P., FRANGUOLI Z., e NEOKOSMIDES Z.V., *Profit margin and capital structure: An empirical relationship*, Journal Applied Business Research, n. 18, 2002, 85-89.
- ETIENNOT H., VASSOLO R., HERMELO F. D., MCGAHAN A., *How do industry and country impact firm performance? A national and supranational analysis*, Review of Managerial Science (2019) 13, pp. 791–821.
- FACCIO M. e LANG L. H. P., *The ultimate ownership of Western European corporations*, in Journal of Financial Economics, No. 65, 2002, pp. 365-395.
- FAMA E. e FRENCH K., *Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*, The Journal of Finance, Vol. 50, No. 1 (Mar., 1995), pp. 131-155.
- FAN J., TITMAN S., TWITE G., *An international comparison of capital structure and debt maturity choices*, Journal of financial and quantitative analysis, vol. 47, No. 1, Feb. 2012, pp. 23–56.
- FAREED Z., SHAHZAD F., NAZIR M. I., ULLAH A., *Determinants of profitability: evidence from power and energy sector*, STUDIA UBB OECONOMICA, VOLUME 61, ISSUE 3, 2016, pp. 59-78.
- FORTE R. e TAVARES J. M., *The relationship between debt and a firm's performance: the impact of institutional factors*, Managerial Finance Vol. 45 No. 9, 2019, pp. 1272-1291.
- FRANK M. Z. e SHEN T., *Investment and the weighted average cost of capital*, Journal of Financial Economics, 119 (2016), pp. 300–315.
- GENTRY R. J. e SHEN W., *The Relationship between Accounting and Market Measures of Firm Financial Performance: How Strong Is It?*, Journal of Managerial Issues, Vol. 22, No. 4 (Winter 2010), pp. 514-530.
- GIANNETTI M., *Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices*, Journal of financial and quantitative analysis 38, 2003, pp. 185-212.

- GILL A., BIGER N. e MATHUR N., *The effect of capital structure on profitability: evidence from the United States*, International Journal of Management, Vol. 28 No. 4, 2011, pp. 3-15.
- GLEASON K.C., MATHUR L.N. e MATHUR I., *The interrelationship between culture, capital structure, and performance: evidence from European retailers*, Journal of Business Research, Vol. 50 No. 2, 2000, pp. 185-187.
- GONZALEZ V.M., *Leverage and corporate performance: international evidence*, International Review of Economics and Finance, Vol. 25, January 2013, pp. 169-184.
- GRAHAM J. R., e HARVEY C. R., *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*, Journal of Financial Economics, No. 60, 2001, pp. 187-243.
- GUNGORAYDINOGLU A., ÖZTEKIN O., *Firm- and country-level determinants of corporate leverage: Some new international evidence*, journal of corporate finance, 17, 2011, pp. 1457-1474.
- HABIMANA O., *Capital Structure and Financial Performance: Evidence from firms operating in Emerging Markets*, International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences, Nov 2014, Vol. 3, No. 6. Pp. 159-166.
- HALLWARD-DRIEMEIER M., WALLSTEIN S. J. e XU L. C., *Ownership, Investment Climate and Firm Performance*, Economics of Transition, Vol. 14, No. 4, 2006, pp. 629-647.
- HAWAWINI G., SUBRAMANIAN V. e VERDIN P., *Is Performance Driven by Industry- or Firm-Specific Factors? A New Look at the Evidence*, Strategic Management Journal, Vol. 24, No. 1 (Jan., 2003), pp. 1-16.
- HOGAN T. e HUTSON E., *Capital structure in new technology-based firms: evidence from the Irish software sector*, in Global Finance Journal, No. 15, 2005, pp. 369-387.
- HOLMES S. e KENT P., *An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises*, The Journal of Small Business Finance 1(2), 1991, pp. 141-154.
- HOSSAIN A. T., NGUYEN D. X., *Capital Structure, Firm Performance and the Recent Financial Crisis*, Journal of Accounting and Finance, Vol. 16(1), 2016, pp. 76-89.
- HOVAKIMIAN A., HOVAKIMIAN G., & TEHRANIAN H., *Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues*, Journal of financial economics, 71(3), 2004, pp. 517-540.
- HUO D. e HUNG K., *Internationalization strategy and firm performance: estimation of corporate strategy effect based on big data of chinese it companies in a complex network*, Romanian Journal of Economic Forecasting –XVIII (2) 2015, pp. 148-163.
- HUSON M., PARRINO R., e STARKS L. (2001), *Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective*, Journal of Finance, 56, pp. 2265-2297.
- IL SOLE 24 ORE, “Paese emergente”, https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/paesi-emergenti.html?refresh_ce=1.
- JENSEN M. C., MECKLING W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in Journal of Financial management, 3(4), pp. 305-360.

- JERMIAS J., *The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance*, *The British Accounting Review*, 40 (2008), pp. 71-86.
- JOEVEER K., *Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: evidence from transition economies*, *Journal of Comparative Economics*, 41, 2013, pp. 294-308.
- JOHNSON S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Tunneling*, in *AEA papers and proceedings*, 90(2), 2000, pp. 22-27.
- JOVANOVIC B., *Selection and the Evolution of Industry*, *Econometrica*, Vol. 50, No. 3 (May, 1982), pp. 649-670.
- KANG J. e STULZ R., *Do banking shocks affect borrowing firm performance? An analysis of the Japanese experience*, *Journal of Business* 73(1), 2000, pp. 1-23.
- KARABAG S. F. e BERGGREN C., *Antecedents of firm performance in emerging economies: Business groups, strategy, industry structure, and state support*, 2014, *Journal of Business Research*, (67), 10, pp. 2212-2223
- KARAKAYA F. e PARAYITAM S., *Market entry barriers and firm performance: higher-order quadratic interaction effects of capital requirements and firm competence*, *International Journal of Markets and Business Systems*, Vol. 3, No. 2, 2018, pp. 121-140.
- KEITH G., *Determinants of Growth and Profitability in Small Entrepreneurial Firms*, *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 4 (1), 1998, pp. 18-27
- KHANNA T., PALEPU K., *Why focused strategies may be wrong for emerging markets*, *Harvard Business Review*, 75(4), 1997, pp. 41-51.
- KHODAVANDLOO M., ZAKARIA Z, NASSIR A. M., *Capital Structure and Firm Performance During Global Financial Crisis*, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2017, 7(4), pp. 498-506.
- KIM Y., LIM K., *Environment, generic strategies, and performance in a rapidly developing country: A taxonomic approach*, *Academy of Management Journal*, 31, 1988, pp. 802-827.
- KOCHHAR R. e HITT M. A., *Linking corporate strategy to capital structure: Diversification strategy, type and source of financing*, *Strategic Management Journal*, 19(6), 1998, pp. 601-610.
- KOTHA S. e NAIR A., *Strategy and Environment as Determinants of Performance: Evidence from the Japanese Machine Tool Industry*, *Strategic Management Journal*, Vol. 16, No. 7 (Oct., 1995), pp. 497-518.
- KRAUS A. e LITZENBERGER R. H., *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 4 (Sep., 1973), pp. 911-922.
- KRISHNAN V.S. e MOYER R.C., *Performance, capital structure and home country: an analysis of Asian corporations*, *Global Finance Journal*, Vol. 8 No.1, 1997, pp. 129-143.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE SILANES F., SHLEIFER A. e Vishny R.W., *Legal determinants of external Finance*, in *The Journal of Finance*, 52 (3), 1997, pp. 1131-1150.

- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. e VISHNY R., *Law and Finance*, Journal of Political Economy 106, 1998, pp. 1113–1155.
- LANG L. H. P. e STULZ R. M., *Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance*” Journal of Political Economy, Vol. 102, No. 6 (Dec., 1994), pp. 1248-1280.
- LAPORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., POP-ELECHES C, & SCHLEIFER A., 2004, *Judicial checks and balances*, journal of Political Economy, 112(2), pp. 445-470.
- LAZAR S., *Determinants of firm performance: evidence from Romanian listed companies*, Review of economic and business studies, Volume 9, 2016, Issue 1, pp.53-69.
- LE T.P.V. e PHAN T.B.N., *Capital structure and firm performance: empirical evidence from a small transition country*, Research in International Business and Finance, Vol. 42, December 2017, pp. 710-726.
- LEE J., *Does size matter in firm performance? Evidence from US public firms*, International journal of the Economic of Business, 16(2), 2009, pp. 189–203.
- LEWELLEN W. G., BADRINATH S. G., “On the measurement of Tobin’s q”, Journal of Financial Economics, 44 (1997), pp. 77-122.
- LOPEZ-GRACIA J. e AYBAR-ARIAS C., *An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies*, in Small Business Economics, No.14, 2000, pp. 55-63.
- LOVE I., *Corporate Governance and Performance around the World: What We Know and What We Don't*, The World Bank Research Observer, Vol. 26, No. 1 (February 2011), pp. 42-70.
- MAJUMDAR S.K. e CHHIBBER P., *Capital structure and performance: evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance*, Public Choice, Vol. 98 Nos 3-4, 1999.
- MAKINO S., ISOBE T. e CHAN C. M., *Does Country Matter?*, Strategic Management Journal, Vol. 25, No. 10 (Oct., 2004), pp. 1027-1043.
- MAKINO S., ISOBE T. e Chan C., *Which country matters? institutional development and foreign affiliate performance*, Strategic management journal, No. 29, 2008, pp. 1179–1205.
- MARKOWITZ H., *Portfolio selection*, in The journal of Finance, 7 (1), 1952, pp. 77-91.
- MCGAHAN A. M., VICTER R., *How much does home country matter to corporate profitability*, Journal of International Business Studies, 41(1), 2010, pp. 142–165.
- MISHRA S., DESGUPTA R., *Cross-impact of leverage and firm performance: developed vs frontier bank-based economies*, Managerial Finance Vol. 45 No. 8, 2019 pp. 982-1000.
- MODIGLIANI F. e MILLER M. H., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, The American Economic Review, Vol. 53, No. 3 (Jun., 1963), pp. 433-443.
- MODIGLIANI F., MILLER M. H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review, Vol. 48, No. 3. (Jun., 1958), pp. 261-297.
- MYERS S. C., *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, No. 5, 1977, pp. 147-175.

- MYERS S. C., MAJLUF N. S., *corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- MYERS S. C., *The Capital Structure Puzzle*, in *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, 1984, pp. 575-592.
- NGUYEN P., NGUYEN A., NGO T., NGUYEN P., *The Relationship between Productivity and Firm's Performance: Evidence from Listed Firms in Vietnam Stock Exchange*, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol 6, No 3, (2019), pp. 131-140.
- NURIM Y., SUNARDI, RAHARTI R., *The Type I Versus Type II Agency Conflict on Earnings Management*, *Jurnal Dinamika Manajemen*, 8 (1), 2017, pp. 44-58.
- ODUSANYA I. A., YINUSA O. G., ILO B. M., *Determinants of Firm Profitability in Nigeria: Evidence from Dynamic Panel Models*, *SPOUDAI Journal of Economics and Business*, Vol.68 (2018), Issue 1, pp. 43-58.
- OLOKOYO F.O., *Capital structure and corporate performance of Nigerian quoted firms: a panel data approach*, *African Development Review*, Vol. 25 No. 3, 2013, pp. 358-369.
- ONALAPO A.A. e KAJOLA S.O., *Capital structure and firm performance: evidence from Nigeria*, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, No. 25, 2010, pp. 70-82.
- OSWALD S. L. e JAHERA J. S. J., *The influence of ownership on performance: An empirical study*, *Strategic Management Journal*, No.12, 1991, pp. 321-326.
- PALACIOS H., CARRILLO E., GUSMAN G., *The Effects of the Capital Structure in Performance: Empirical Study on Manufacturing Smes of México*, *Journal of Business & Economic Policy*, Vol. 3, No. 1; March 2016, pp. 22-31.
- PÁSTOR L., SINHA M. e SWAMINATHAN B., *Estimating the Intertemporal Risk-Return Tradeoff Using the Implied Cost of Capital*, *The Journal of Finance*, Vol. 63, No. 6 (Dec., 2008), pp. 2859-2897.
- PERVAN M., PERVAN I., ČURAK M., *The Influence of Age on Firm Performance: Evidence from the Croatian Food Industry*, *Journal of Eastern Europe Research in Business and Economics*, Vol. 2017, pp. 1-9.
- PRATHEEPKANTH P., *Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Selected Business Companies in Colombo Stock Exchange Sri Lanka*, *Journal of Arts, Science & Commerce*, II (2), 2011, pp. 171-183.
- RAJAN R. G., ZINGALES L., *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*, *Journal of Finance*, 50, pp.1421-1460.
- ROSS S. A., *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*, *Journal of economic theory*, December, 13, pp. 341-360.
- ROSS S. A., WESTERFIELD R. W., JAFFE J. F. e ROBERTS G. S., *Corporate finance*, settima edizione, McGraw-Hill, 2015.

- SADEGHIAN N.S., LATIFI M.M., SOROUGH S. e AGHABAGHER Z.T., *Debt policy and corporate performance: empirical evidence from Tehran Stock Exchange companies*, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4 No. 11, 2012, pp. 217.
- SALIM M. e Yadav R., *Capital structure and firm performance: evidence from Malaysian listed companies*, Procedia – Social and Behavioural Sciences, Vol. 65 No. 1, 2012, pp. 156-166.
- SÀNCHEZ-VIDAL J. e MARÍN-UGEDO J. F., *Financial preference of Spanish firms: evidence on the pecking order theory*, in Review of Quantitative Finance and Accounting, 25, pp. 341-355.
- SCHMALENSEE R., *Do Markets Differ Much?*, The American Economic Review, Vol. 75, No. 3 (Jun., 1985), pp. 341-351.
- SHARPE W., *capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, in The journal of finance, No. 19, 1964, pp. 425-442.
- SHLEIFER A. e VISHNY R., (1997), *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance 52, pp. 737-783.
- SIMERLY R. L. e LI M., *Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance: A Theoretical Integration and an Empirical Test*, Strategic Management Journal, Vol. 21, No. 1 (Jan., 2000), pp. 31-49.
- STEIN J., *Rational Capital Budgeting in an Irrational World*, in Journal of Business, vol. 69, No. 4, 1996, pp. 429-455.
- SWANSON Z., SRINISHI B., SEETHARAMAN A. (2003), *The capital structure paradigm. Evolution of debt/equity choices*, Praeger, Wesport – Connecticut, London.
- TIROLE J., *Corporate Governance*, Econometrica, Vol. 69, No. 1 (Jan., 2001), pp. 1-35.
- TOBIN J., *liquidity preference as behavior towards risk*, in Review of economic studies, 25 (1), 1958, pp. 65-86.
- TSURUTA D., *Leverage and firm performance of small businesses: evidence from Japan*, Small Business Economics, Vol. 44 No. 2, 2015, pp. 385-410.
- VENANZI D., *financial performance measures and value creation: the state of the art*, Springer.
- VITHESSONTHI C. e TONGURAI J. (2015), *The effect of leverage on performance: domestically-oriented versus internationally-oriented firms*, Research in International Business and Finance, Vol. 34, pp. 265-280.
- VITHESSONTHI C., TONGURA J., *The effect of firm size on the leverage-performance relationship during the financial crisis of the 2007-2009*, Journal of multinational financial management, 29, 2015. Pp.1-29.
- WATSON D. e HEAD A., *Corporate Finance Principles & Practice*, quarta edizione, Prentice Hall.
- WEILL L., *Leverage and corporate performance: does institutional environment matter?*, Small Business Economics, Vol. 30 No. 3, 2008, pp. 251–265.
- WEISBACH M. S., *Outside Directors and CEO Turnover*, Journal of Financial Economics, No. 20, 1988, pp. 431-460.

- WELCH I., *Columbus' Egg: The Real Determinant of Capital Structure*, in NBER Working Paper 8782, 2002, pp. 1-43.
- YAZDANFAR D. e ÖHMAN P., *Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data*, The Journal of Risk Finance, Vol. 16 No. 1, 2015 pp. 113-116.
- YERMACK D., *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, Journal of Financial Economics, No. 40, 1996, pp. 185-212.
- YOUNG M. N., TSAI T., WANG X., LIU S., AHLSTROM D., *Strategy in emerging economies and the theory of the firm*, Asia Pacific Journal Management (2014) 31, pp. 331–354.
- ZEITUN R. e TIAN G., *Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan*, Australasian Accounting, Business and Finance Journal, Vol. 1 No. 4, 2007, pp. 40-61.