



UNIVERSITA' DELLA CALABRIA

Dipartimento di Scienze Aziendali e Giuridiche

Scuola di Dottorato

Scienze Economiche e Aziendali

Indirizzo

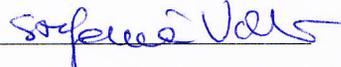
Decisioni Manageriali

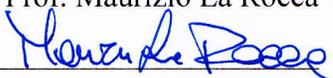
CICLO

XXVII

CASH HOLDINGS: STATO DELL'ARTE, EFFETTI SUL VALORE E GOVERNANCE

Settore Scientifico Disciplinare SECS-P/07

Direttore: Ch.mo Prof.ssa Patrizia Ordine
Firma 
(vice-direttore Prof.ssa Stefania Veltri)

Supervisore: Ch.mo Prof. Maurizio La Rocca
Firma 

Dottorando: Dott. Domenico Rocco Cambrea

Firma 

INDICE

INTRODUZIONE.....	1
CAPITOLO PRIMO	4
CASH HOLDINGS E VALORE: META-ANALISI	4
1.1. Introduzione	4
1.2. Ipotesi di ricerca.....	5
1.3. Strategie di selezione del campione oggetto di analisi	10
1.4. Metodologia applicata.....	12
1.5. Meta-analisi su cash holdings e valore	14
1.6. Fattori di moderazione sulla relazione fra cash holdings e valore	18
1.6.1. Modello e variabili.....	19
1.6.2. Risultati delle Meta-Regressioni.....	21
1.7. Conclusioni	25
CAPITOLO SECONDO	28
COSA INFLUENZA IL VALORE DEL CASH HOLDINGS?.....	28
2.1. Introduzione	28
2.2. Relazione fra Cash holdings e Valore: ipotesi di ricerca	31
2.3. Dati e Metodologia.....	40
2.4. Campione oggetto di analisi e statistiche descrittive	43
2.5. Relazione fra cash holdings e valore.....	44
2.5.1. Cash holdings e valore: risultati empirici	44
2.6. Effetti di moderazione fra cash holdings e valore.....	47
2.7. Conclusioni	51
CAPITOLO TERZO	55
RELAZIONE FRA CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE E CASH HOLDINGS	55
3.1. Introduzione	55

3.2.	Letteratura e ipotesi di ricerca.....	59
3.3.	Modello empirico.....	68
3.3.1.	Variabili di controllo.....	68
3.3.2.	Variabili di corporate governance.....	70
3.4.	Campione e descrizione dei dati.....	71
3.5.	Relazione fra Consiglio di Amministrazione e Cash holdings.....	74
3.6.	Ruolo del Consiglio di Amministrazione nelle imprese con elevate possibilità di comportamenti opportunistici.....	79
3.7.	Conclusioni.....	84
	CONCLUSIONI.....	88
	Appendice 1.....	92
	Appendice 2.....	93
	Appendice 3.....	94
	BIBLIOGRAFIA.....	95

INTRODUZIONE

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

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

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

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

Anche con riferimento all'Italia, Bigelli, Sanchez-Vidal (2012) evidenziano un peso percentuale del cash holdings sul valore dell'impresa del 10%. A titolo di esempio, il Dott. Marchionne, Amministratore Delegato della Fiat, evidenzia la crescente rilevanza di tale tematica illustrando come la liquidità nell'impresa sia passata dal 2,1mld€ nel 2001 (con un peso pari al 6,5% del debito) a 17,5mld€ nel 2011 (con un peso pari a 65,5% del debito) (Il Sole 24 Ore, 12 ottobre 2012).

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

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

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

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

La tesi è strutturata in tre capitoli.

Nel primo viene sviluppata una meta-analisi sul tema del *cash holdings*, per valutare empiricamente, ai postumi dei molteplici studi effettuati sul tema, come questa misura possa influenzare il valore d'impresa. Attraverso lo strumento della meta-analisi ci si pone l'obiettivo di identificare le problematiche principali che intervengono nella relazione *cash holdings*-valore e individuare i fattori di moderazione, ad es. caratteristiche delle imprese oggetto di analisi e/o peculiarità del contesto istituzionale in cui esse operano, che determinano differenti risultati.

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

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

CAPITOLO PRIMO

CASH HOLDINGS E VALORE: META-ANALISI

1.1. Introduzione

Il tema del *cash holdings* è, da molti anni ormai, oggetto di regolari dibattiti da parte dei ricercatori universitari e non. Considerata la notevole importanza della liquidità nel definire le strategie aziendali, tale tematica sta acquisendo crescente attenzione nel panorama internazionale della letteratura finanziaria.

I primi studi riguardanti il *cash holdings* si basavano sull'analisi delle determinanti. Gli autori ritenevano di notevole interesse individuare le variabili che invogliavano la creazione delle riserve di cassa nelle imprese. In seguito, dal working paper di Pinkowitz del 2004, l'interesse si è gradualmente spostato verso l'approfondimento della relazione *cash holdings*-valore. La nascita di una nuova branca, relativamente alle disponibilità di cassa, su cui indagare è, senz'altro, da imputare agli interessanti risultati empirici conseguiti da tale studio e alle implicazioni manageriali che conseguentemente ne derivano.

La questione relativa al possesso di ingenti risorse di liquidità da parte delle imprese è stata affrontata da molteplici teorie. Le prime, di natura prettamente teorica, sono la Trade Off Theory (TOT), secondo cui le imprese detengono liquidità principalmente per due ragioni: il motivo dei costi di transazione e quello precauzionale, e la Pecking Order Theory (POT) che non prevede l'esistenza di un livello ottimale di liquidità, ma semplicemente le imprese accumulano risorse monetarie perché, a causa di asimmetrie informative, le risorse sui mercati esterni dei capitali sono più costose rispetto alle risorse generate internamente all'impresa. Le recenti analisi, invece, hanno presupposti empirici e si basano sulla prospettiva della teoria dell'agenzia e sulla concezione del cash stock come strumento di flessibilità finanziaria.

Secondo la visione della teoria dell'agenzia, quando le consistenze di cassa aziendali vengono gestite in maniera discrezionale da parte dei manager, la loro detenzione potrebbe generare problemi all'interno dell'impresa. Infatti, i manager potrebbero voler perseguire i propri interessi, che non sempre coincidono con quelli degli azionisti, effettuando spese inutili e attuando progetti di investimento non redditizi (Jensen, 1986). I conflitti fra manager e azionisti, maggiormente presenti in imprese ad azionariato diffuso e con management indipendente, vale a dire non possessore di quote azionarie, sono in grado di provocare una riduzione del valore complessivo d'impresa (Papaioannou *et al.*, 1992; Myers, Rajan 1995). In base a queste considerazioni, alcuni studiosi

percepiscono l'eccesso di riserve di cassa come una condizione sfavorevole per gli stakeholders aziendali (Luo, Hachiya 2005; Kalcheva, Lins 2007).

Nonostante questi probabili inconvenienti, i media e le riviste specializzate del settore hanno messo in risalto come, nel corso degli anni, sempre più imprese preferiscono detenere cassa, accumulando così considerevoli stock di asset liquidi nei propri bilanci. Le motivazioni di tale scelta confluiscono tutte al ruolo della cassa come strumento di creazione di valore rispondente alle esigenze di *financial flexibility*. La capacità con cui l'impresa può mobilitare le sue risorse finanziarie al fine di intraprendere azioni finalizzate alla massimizzazione del proprio valore è l'obiettivo maggiormente condiviso tra le scelte finanziarie delle imprese (Graham, Harvey 2001; Bancel, Mittoo 2004; Brounen *et al.*, 2006). La possibilità di cogliere *growth opportunity* senza il rischio di essere soggetti a *financial constraint* determina il valore positivo derivante dall'accumulo di cash (Kusnadi 2011; Martinez-Sola *et al.*, 2013).

I numerosi studi volti ad approfondire la relazione fra *cash holdings* e valore evidenziano risultati contrastanti. I risultati empirici non sembrano ancora in grado di affermare con certezza gli effetti della liquidità sul valore aziendale.

Il presente paper si propone di sviluppare una meta-analisi sul tema del *cash holdings*, per valutare empiricamente, ai postumi dei molteplici studi effettuati sul tema, come questa misura possa influenzare il valore d'impresa. Attraverso lo strumento della meta-analisi ci si pone l'obiettivo di identificare le problematiche principali che intervengono nella relazione *cash holdings*-valore e individuare i fattori di moderazione, ad es. caratteristiche delle imprese oggetto di analisi e/o peculiarità del contesto istituzionale in cui esse operano, che determinano differenti risultati, al fine di meglio indirizzare le ricerche future.

Il lavoro si articola nel seguente modo. Il secondo paragrafo accenna le teorie principali su cui si basa lo studio della relazione fra *cash holdings* e valore d'impresa e individua le ipotesi di ricerca che sono oggetto di approfondimento. Il terzo paragrafo illustra i criteri di selezione del campione. Segue la spiegazione della metodologia applicata per lo sviluppo della meta-analisi. Nel quinto paragrafo si svolge la prima parte dell'analisi, con il calcolo dell'effect size. Il sesto paragrafo presenta la seconda e conclusiva parte della meta-analisi, vale a dire lo studio dei fattori di moderazione. L'ultimo paragrafo illustra le conclusioni e le possibili implicazioni manageriali.

1.2. Ipotesi di ricerca

Le evidenze empiriche riguardanti l'analisi della relazione fra *cash holdings* e valore, nonostante sembrano prevalentemente riscontrare un effetto positivo, non permettono di pervenire ad un risultato chiaro e ben definito. Un concetto in grado di mettere d'accordo gli studiosi è che la

relazione fra *cash holdings* e performance possa dipendere da alcune caratteristiche proprie delle imprese e del contesto di riferimento in cui esse agiscono.

La disamina dei fattori di moderazione, ossia lo studio dei fattori che spiegano la diversità dei risultati all'interno della relazione, è un passaggio essenziale della meta-analisi e consente di valutare empiricamente il ruolo che le specificità dei paesi di provenienza delle osservazioni, le caratteristiche delle imprese e le scelte effettuate dagli autori possono avere nell'amplificare o ridurre l'intensità del legame principale (*effect size*).

In questo paragrafo si intendono verificare le ipotesi, di tipo *firm-specific*, *paper-specific* e *institutional-specific*, costruite facendo riferimento alle principali teorie su cui si basano sia le motivazioni a sostegno che quelle contrarie alla detenzione di liquidità: il motivo precauzionale e la teoria dell'agenzia. In base al primo, l'effetto positivo del *cash holdings* sulle performance aziendali deriva dalla possibilità di un utilizzo delle riserve di cassa per far fronte a eventuali momenti di crisi e fabbisogni imprevisti dell'impresa. Allo stesso tempo, il possesso di *cash* permette di avviare progetti di investimento, e quindi cogliere opportunità di sviluppo, difficilmente sostenibili in situazioni di vincoli finanziari, in cui risulta difficile e particolarmente oneroso ricevere capitali esterni all'impresa. Dall'altro lato, gli studiosi avversi all'incremento delle disponibilità di denaro liquido, prevedono possibili effetti negativi sul valore d'impresa. Secondo loro, la disponibilità di *cash* può generare problemi di opportunismo manageriale, il sorgere di rilevanti costi di agenzia e appropriazione di benefici privati degli azionisti di controllo a danno degli stakeholder aziendali, in particolar modo, degli azionisti di minoranza.

H.1: L'intensità della relazione tra cash holdings e valore si riduce nelle imprese caratterizzate da un basso tasso di growth opportunity. Alcuni studi empirici (Bates *et al.*, 2009; Fresard, Salva 2010; Keynes 1936; Oswald, Young 2008; Saddour 2006) rilevano nelle imprese che hanno elevati tassi di crescita, in accordo alla motivazione precauzionale, un valore maggiore del *cash holdings*. La presenza di ingenti riserve di liquidità consentirebbe alle imprese di cogliere redditizie *growth opportunity*, in grado di generare valore d'impresa. Altresì, le opportunità di sviluppo non lasciano spazio per comportamenti opportunistici da parte del management, poiché l'unica finalità per cui si detiene *cash stock*, dovrebbe essere quella di un utilizzo efficiente diretto ad avere migliori performance aziendali, di cui ne beneficerebbero tutti gli azionisti. Di converso, nelle imprese che non hanno elevate possibilità di sviluppo, la liquidità potrebbe essere utilizzata in maniera inefficace e non redditizia. Pertanto, attraverso l'ipotesi H.1 si esamina se l'effetto del *cash holdings* sul valore, nelle imprese caratterizzate da elevate *growth opportunity*, attenui la relazione principale oggetto di analisi.

H.2: L'intensità della relazione tra cash holdings e valore si riduce nelle imprese con una elevata concentrazione proprietaria. Fra le caratteristiche di tipo *firm specific*, l'analisi della composizione azionaria delle imprese, a causa dei molteplici aspetti cui è connessa, riveste notevole interesse in letteratura. Facendo riferimento ai potenziali comportamenti opportunistici, previsti dalla teoria dell'agenzia di Jensen (1986), che possono essere adottati dai soggetti che detengono il controllo dell'impresa nei confronti dei piccoli azionisti, la presenza di rilevanti azionisti può influenzare in modo negativo la relazione fra liquidità e performance aziendale. Infatti, gli azionisti di maggioranza potrebbero voler detenere una consistente disponibilità di fondi per preservare i propri privilegi. Essi potrebbero utilizzare la loro posizione dominante per accumulare denaro per scopi personalistici, a scapito degli azionisti di minoranza (Shleifer, Vishny 1997). In tal senso, la capacità del *cash holdings* di creare valore potrebbe essere influenzata dal grado di concentrazione proprietaria presente nelle imprese. Questa relazione è particolarmente forte nei contesti istituzionali caratterizzati da una scarsa protezione degli investitori. Pertanto, attraverso l'ipotesi H.2 si intende verificare se la presenza di *blockholders* sia un fattore di eterogeneità dell'effetto del *cash holdings* sul valore d'impresa.

H.3: L'intensità della relazione tra cash holdings e valore è amplificata nelle imprese financially constrained. La detenzione di riserve di cassa può assumere, in maniera particolare nelle imprese *financially constrained*, un ruolo chiave nelle politiche di gestione aziendale. Numerosi studiosi (Faulkender, Wang 2006; Denis, Sibilkov 2010; Darkhor, Nahandi 2012) evidenziano l'importanza della liquidità nelle imprese finanziariamente vincolate, ravvisandone benefici in termini di maggiori probabilità di avviare progetti di investimento, difficilmente sostenibili in caso di difficoltà all'accesso di finanziamenti esterni, e possibilità di ridurre l'esposizione debitoria in essere. In accordo con la *Financial Constraints Theory* di Faulkender e Wang (2006), un aumento del *cash holdings* genera una crescita del valore d'impresa. Pertanto, con l'ipotesi H.3 si intende esaminare se l'effetto del *cash holdings* sul valore, nelle imprese *financial constrained*, amplifichi la relazione oggetto di studio.

H.4: L'intensità della relazione tra cash holdings e valore è amplificata dall'utilizzo di misure di performance market-based. La variabile utilizzata per misurare il valore dell'impresa può essere fonte di eterogeneità all'interno degli studi che analizzano il legame fra *cash holdings* e performance. Gli studi selezionati utilizzano come variabile dipendente misure *market-based* (Excess Return, Share Price, Share Value), *mixex-based* (Tobin's Q, Market value, Market to Book

Ratio) o *accounting-based* (ROA, ROE). Si è soliti servirsi di proxy quali il Total Assets o Net Assets (misure *accounting-based*) o ancora di Market value (misure *mixed-based*) per indicizzare il valore del *cash holdings* e rendere così la variabile dipendente comparabile fra le varie analisi. Le misure puramente contabili (*accounting-based*) non sono particolarmente apprezzate poiché sono soggette a potenziali revisioni quantitative e risentono fortemente delle politiche di bilancio imposte dai manager. Inoltre, queste misure approssimano soltanto la componente del valore aziendale relativa agli *asset in place* e ignorano la parte derivante dalle *growth opportunities*, fornendo stime peggiori della relazione oggetto di studio (Sanchez-Ballesta e Garcia-Meca, 2007). Al contrario, le performance rilevate attraverso variabili *market-based* e *mixed-based* sono delle misure *forward-looking*, che tentano di approssimare anche il ruolo delle *growth opportunities*. Ciò nonostante, esse vengano criticate a causa della loro forte dipendenza da fattori esterni al controllo manageriale (La Rocca *et al.*, 2012), ma sembrano più adatte a spiegare la relazione *cash holdings*-valore. Di conseguenza, si ipotizza che le misure di valore di mercato, approssimando gli effetti del *cash holdings* sulle *growth opportunities*, conducano a un aumento dell'effetto del *cash holdings* sul valore. Pertanto, si intende verificare attraverso l'ipotesi H.4, se i controversi risultati fra le variabili oggetto di studio dipendano dalla tipologia variabile dipendente utilizzata come proxy del valore d'impresa.

H.5: L'intensità della relazione tra cash holdings e valore è amplificata negli studi che si riferiscono a un più recente periodo di analisi. I contrastanti risultati presenti in letteratura potrebbero dipendere anche dal periodo temporale oggetto di studio. Infatti, a seconda degli anni cui si riferiscono le osservazioni è possibile associare delle evoluzioni normative e/o sociali che hanno interessato il contesto istituzionale di riferimento per le imprese. La variazione del segno della relazione o modifiche dell'intensità potrebbero derivare dallo sviluppo dei mercati finanziari, da strumenti legislativi a tutela degli investitori o ancora da variazioni nelle politiche fiscali del sistema produttivo. Ad esempio, in Italia, l'introduzione del Testo Unico della Finanza nel 1998 ha segnato l'inizio di un intenso programma di riforme volto ad accrescere l'efficienza e la competitività delle società italiane: tra le riforme figurano l'introduzione di un codice di *corporate governance*, il nuovo diritto societario e la legge sul risparmio (Draghi, *Corporate governance in Italy*, 2008). In Europa, gli anni '90 sono stati caratterizzati da molteplici riforme finanziarie volte alla creazione di un mercato finanziario unico europeo, attraverso processi di globalizzazione. Negli Usa, l'emanazione dell'*Homeland Investment Act* e dell'*American Jobs Creation Act* nel 2004, i cui fautori desideravano riportare liquidità nelle imprese statunitensi per stimolare gli investimenti e la conseguente creazione di posti di lavoro (Foley *et al.*, 2007). Recentemente, la crisi finanziaria del

2008 ha evidenziato l'importante ruolo del *cash holdings*, come mezzo fondamentale per creare valore in periodi di difficoltà di accesso alle risorse sul mercato esterno dei capitali (Adjei, 2013). Pertanto, sulla base di queste brevi considerazioni, si esamina l'effetto del fattore tempo, come strumento in grado di cogliere tutti i tipi di cambiamenti sopra citati verificando l'ipotesi H.5.

H.6: L'intensità della relazione tra cash holdings e valore è amplificata nei paesi Common Law rispetto a quelli Civil Law. Un importante fattore di moderazione, di tipo *country-specific*, in grado di incidere profondamente nella relazione fra *cash holdings* e valore è espresso dalla tipologia di ordinamento giuridico vigente nel contesto istituzionale in cui operano le imprese. La decisione relativa all'ammontare di cassa da detenere nell'impresa potrebbe essere determinata dall'efficacia del sistema legale e di *enforcement* di una nazione. In particolare, i Paesi *Common Law*, spesso caratterizzati da sistemi finanziari mercato-centrici, tendono ad avere una migliore protezione degli azionisti di minoranza, con un conseguente effetto positivo sull'intensità del *cash holdings* sul valore, rispetto ai paesi *Civil Law* (Drobetz *et al.*, 2010). Pinkowitz *et al.* (2006) mostrano un valore inferiore della liquidità nei Paesi *Civil Law*, distinti da scarsa protezione dei diritti degli azionisti. In questi contesti, infatti, il management aziendale potrebbe adottare comportamenti opportunistici, a sostegno di finalità proprie, che vanno a limitare il valore del *cash holdings*. Anche Fresard e Salva (2010), nella loro analisi cross country, trovano come in Paesi *Common Law*, il valore prodotto dalla detenzione di liquidità sia maggiore rispetto a contesti di natura opposta.

Un modo per rilevare l'impatto del contesto Paese sul valore generato dal *cash holdings* è quello di classificare gli studi in base al Paese di provenienza del campione, all'origine del sistema finanziario e, come suggeriscono La Porta *et al.* (1999) facendo riferimento all'origine del sistema legale. Pertanto, si intende verificare attraverso la presente ipotesi se l'intensità della relazione sia amplificata nei Paesi *Common Law*.

H.7: L'intensità della relazione tra cash holdings e valore si riduce impiegando una tecnica econometrica in grado di controllare problemi di endogeneità. La letteratura riguardante il *cash holdings* tiene conto di possibili problemi di endogeneità (Ozkan e Ozkan, 2004). La presenza di variabili che agiscono casualmente sia sul *cash holdings* che sulle misure del valore d'impresa rendono dubbia l'interpretazione dei risultati econometrici (Dittmar e Mahrt Smith, 2007). Considerata la complessità della relazione, un modo per risolvere tali problemi è rappresentato dall'utilizzo di tecniche avanzate (2SLS/3SLS, GMM, TOBIT/PROBIT/LOGIT), in grado di cogliere la multidimensionalità del fenomeno e tenere sotto controllo i problemi di *endogeneity*. Infatti, l'impiego delle metodologie tradizionali (OLS) potrebbe determinare una sovrastima

dell'effetto del *cash holdings* sul valore (La Rocca *et al.*, 2012) causando una distorsione dei risultati. Di conseguenza, al fine di verificare la rilevanza di problemi di *endogeneity* viene testata l'ipotesi H.7.

H.8: L'intensità della relazione tra cash holdings e valore si riduce considerando la distorsione da publication bias. Uno dei grandi problemi nella ricerca è che non tutti gli studi svolti vengono successivamente pubblicati. È più probabile che siano pubblicati quei lavori che mostrano risultati statisticamente significativi rispetto alle evidenze empiriche che presentano risultati non significativi (Hunter, Schmidt 2004). *Publication bias* è il termine che si utilizza quando le ricerche che appaiono nelle riviste scientifiche sono sistematicamente non rappresentative di tutti gli studi effettuati sul tema (Borenstein *et al.*, 2006). Il *publication bias* viene visto come una sorta di predilezione editoriale per la pubblicazione delle ricerche che presentano solo dei risultati positivi o che indicano uno specifico trend, determinando riluttanze negli autori nel sottomettere i lavori, che rilevano dei risultati difforni dalla norma, alle procedure di revisione dei *journal*. Quando si rilevano delle differenze in confronto coi principali studi sugli argomenti oggetto di analisi, i revisori sono preoccupati dal trarre delle conclusioni errate, per cui vi è una tendenza a non provocare distorsioni, a favore della ripetizione di risultati "ricorrenti", rigettando sia articoli che presentano risultati inusuali che quelli non statisticamente significativi (Stanley, Rose 2005). L'inserimento nel database della meta-analisi di tutti gli studi sul tema, pubblicati e non, è considerato il modo migliore per ridurre problemi di *publication bias* (Ashenfelter *et al.*, 1999). Attraverso l'ipotesi H.8, si desidera constatare se i controversi risultati fra le variabili oggetto di studio dipendano dal fatto che il lavoro empirico, da cui essi derivano, sia stato pubblicato o meno.

1.3. Strategie di selezione del campione oggetto di analisi

Il campione iniziale oggetto della meta-analisi si compone degli studi empirici che analizzano l'impatto del *cash holdings* sul valore d'impresa. Sono stati selezionati gli articoli, dove le regressioni analizzate presentavano come variabile dipendente una *proxy* di valore contabile (ROA, ROE), di mercato (Excess Return, Share Price, Share Value) o mista (Tobin's Q, Market value, Market to Book Ratio) e come variabile indipendente una misura di *cash holdings*. Il periodo temporale di riferimento va dal 2004, anno di pubblicazione del primo working paper per opera di Pinkowitz riguardante la relazione oggetto di analisi, fino a maggio 2013.

Inizialmente i risultati della selezione sono stati ottenuti mediante la ricerca in *Google Scholar*. In una seconda fase sono stati utilizzati i seguenti motori di ricerca¹: *Academic OneFile*, *Business Source Premier (EBSCO)*, *DOAJ - Directory of Open Access Journals*, *JSTOR*, *London School of Economics*, *National Bureau of Economic Research (NBER)*, *Oxford Journals (OUP)*, *Oxford Scholarship Online*, *Periodicals Archive Online (PAO)*, *Revues.org*, *Riviste Web Il Mulino*, *Sciencedirect.com* e *Web Of Knowledge*. Inoltre sono stati inseriti alcuni working paper disponibili su SSRN², prestando attenzione nel non inserire lo stesso articolo nella versione pubblicata. È stato ritenuto opportuno inserire *working paper* per verificare l'effetto prodotto dal *publication bias* (Lipsey, Wilson 2001). Sono state consultate alcune fra le più importanti riviste di Finanza, quali: *The journal of finance*; *Journal of financial economics*; *Journal of corporate finance*; *Journal of banking & finance*. Le ricerche sono state effettuate utilizzando la metodologia *Computerized Indices*, vale a dire ricercando le seguenti parole chiave all'interno del titolo e della descrizione (*abstract*): “cash value”, “cash performance”, “cash stock”, “cash holdings” e “liquidity”. Infine, dalla lettura di ciascun articolo selezionato, in accordo alle metodologie *Ancestor Search* e *Descendant Search*, si è cercato di identificare l'ulteriore presenza di paper citati nei contributi ma non presenti nel campione.

In seguito, sono stati esclusi dalla meta-analisi quei lavori: 1) prettamente teorici, vale a dire che non presentavano alcuna analisi empirica sulla relazione analizzata; 2) in cui le variabili oggetto di studio mostravano dati insufficienti ai fini del calcolo dell'*effect size*; 3) in cui il *cash holdings* era espresso in termini di *dummy* e le analisi basate su percentili; 4) in cui la variabile oggetto di analisi era il *change in cash holdings*, vale a dire la variazione della liquidità detenuta negli anni e non la variabile relativa alla mera detenzione di cassa, *cash holdings*. Negli studi selezionati non rientrano le analisi svolte su imprese che operano nel settore dei servizi finanziari e in quello delle utilities, in cui la detenzione di riserve di liquidità potrebbe essere determinata da fattori normativi. Differentemente, sono state considerate le regressioni in cui sono presenti delle variabili di interazione con la variabile indipendente *cash holdings*.

L'applicazione di tali criteri ha condotto alla definizione di un campione finale di 30 articoli, di cui 6 *working papers*, per un totale di 295 studi analizzati³. I principali studi sulla meta-analisi consigliano di avere a disposizione almeno 15 paper (Higgins, Green 2008), anche se un numero

¹ I contributi sono stati selezionati attraverso una indagine che ha utilizzato principalmente le risorse della biblioteca dell'Università della Calabria e della Library della Fairmont State University.

² SSRN, acronimo di *Social Science Research Network*, è un portale dedicato alla diffusione della ricerca scientifica in ambito economico, finanziario, contabile, manageriale e giuridico.

³ All'interno di ogni articolo sono potenzialmente disponibili molteplici studi, ossia regressioni aventi ad oggetto l'effetto del *cash holdings* sulle performance aziendali.

più elevato di studi consente una maggiore affidabilità e migliore significatività dei risultati. Per queste ragioni, il campione oggetto di analisi si presenta adeguatamente numeroso.

1.4. Metodologia applicata

La metodologia applicata per lo svolgimento di una valida rassegna di tipo quantitativo della letteratura, come metodo di ricerca alternativo alle analisi tradizionali di tipo qualitativo (*narrative review*), si basa sulle indicazioni e sui suggerimenti illustrati nel contributo di La Rocca (2015).

La meta-analisi, nata per riassumere sinteticamente diversi studi, si basa sul calcolo dell'*effect size* medio tra gli studi, che misura il segno e l'intensità della relazione fra due variabili. Per calcolare l'*effect size* possono essere utilizzate differenti misure, tra cui l'*effect size index* "d" di Cohen, l'*odds ratio*, il *risk rates*, la *risk difference* e il più impiegato, quando l'analisi si basa su variabili continue, coefficiente di correlazione di Pearson r (Law *et al.*, 1994).

L'*effect size* che è adoperato in questo studio è il *Pearson product-moment correlation coefficient*, r (1). Esso è normalmente usato nelle meta-analisi perché è una misura di facile comprensione e permette una diretta interpretazione dei risultati.

Il coefficiente di correlazione deve essere trasformato in una metrica comune attraverso la conversione nel corrispondente *Z-score* di Fischer (Field 1999), come da equazione (2). Tale *Zr-score* di Fisher viene utilizzato per calcolare un *effect size* medio pesato così come evidenziato nell'equazione (3).

$$r_i = \sqrt{\frac{t^2}{t^2 + df}} \quad (1) \qquad Z_{r_i} = \frac{1}{2} \ln\left(\frac{1+r_i}{1-r_i}\right) \quad (2) \qquad \bar{Z}_r = \frac{\sum_{i=1}^k w_i Z_{r_i}}{\sum_{i=1}^k w_i} \quad (3)$$

La "r" indica il coefficiente di correlazione, determinato per l'*i*-esimo studio; la "t" rappresenta la statistica *t di Student* e *df* identifica i gradi di libertà. Se il valore della statistica *t di Student* non è direttamente rinvenibile nel singolo studio si può agevolmente calcolarla come rapporto tra il beta della regressione e l'errore standard. Se è disponibile solo il *p-value* è possibile applicare una formula di conversione⁴. Come evidenziato nell'equazione (4), il fattore di ponderazione di ogni singolo studio è rappresentato dall'inverso della varianza (errore standard al quadrato). All'*effect size* complessivo corrisponde una deviazione standard, così come evidenziato nell'equazione (5).

⁴ Ad esempio, la formula di conversione in excel è la seguente: *INV.T (p-value; gradi di libertà)*. Occorre, inoltre, puntualizzare che la formula precedentemente fornita darà un valore positivo; si rende di conseguenza opportuno effettuare una correzione per il segno.

$$w_i = \frac{1}{v_i} \quad w_i = \frac{1}{(SE)_i^2} \quad (4) \quad SE(\bar{Z}_r) = \sqrt{\frac{1}{\sum_{i=1}^k w_i}} \quad (5)$$

La meta-analisi in oggetto riguarda il *cash holdings*. Le evidenze empiriche riguardanti tale tematica permettono di giungere ad argomentazioni contraddittorie, con risultati differenti sia nel segno dei coefficienti delle variabili che a livello di significatività statistica, talvolta anche facendo riferimento ad uno stesso paper. Queste controverse conclusioni si verificano poiché, raramente le ricerche analizzano il solo effetto del *cash holdings* sul valore, al contrario, molto spesso vengono formulate ipotesi che mirano ad indagare le differenze di tale effetto in differenti categorie di imprese, pervenendo a risultati discordanti. Infatti, la maggior parte dei paper si caratterizza per un numero rilevante di studi, regressioni che studiano sotto campioni di imprese, individuati in base alla dimensione, per caratteristiche sullo stato di salute finanziario dell'impresa oppure facenti riferimento al contesto istituzionale dove operano.

Conseguentemente, una meta-analisi su tale tema di tipo *paper-based* sarebbe poco opportuna, poiché non è possibile identificare un *main-effect* oppure *average-effect*, ossia un coefficiente del *cash holdings* rappresentativo del paper, in quanto non si riuscirebbe a cogliere la varietà delle analisi e dei risultati rinvenibili in ciascun articolo. Dato l'elevato grado di eterogeneità all'interno delle singole analisi, la media degli *effect size* calcolati dalle molteplici regressioni presenti all'interno di un paper può causare una perdita d'informazioni e, pertanto, essere una stima non valida.

Le tecniche convenzionali delle meta-analisi si basano sul presupposto che gli *effect size* stimati dai differenti studi siano indipendenti. Tuttavia, quando gli studi producono diverse stime che si basano sul medesimo campione o ci sono gruppi di studi che sono non indipendenti, il presupposto dell'indipendenza viene meno (Hedges *et al.*, 2010). Per tutto ciò, *effect size* dipendenti sono sempre più presenti nelle ricerche empiriche (Van den Noortgate *et al.*, 2013) e ignorare la loro covarianza potrebbe voler dire avere delle stime non valide (Matt, Cook 2009).

La soluzione più adeguata quando un'analisi si basa su *effect sizes* dipendenti, che permette di avere delle stime efficienti e validi risultati dei test di significatività, è data dall'esplicitare nel modello la correlazione fra gli *effect size* stimati utilizzando il metodo fixed o random effects. L'applicazione di questa metodologia operativa necessita della conoscenza della struttura della covarianza degli *effect size*. Queste informazioni sono raramente deducibili dai singoli studi. Pertanto, il suo utilizzo è molto limitato a lavori che si basano su pochi studi che rendono disponibili per i ricercatori tutti i dati empirici.

La *Robust Variance Estimation* (RVE) si basa sugli studi relativi all'eteroschedasticità (Eicker 1967; Huber 1967; White 1980) e ha come obiettivo quello di risolvere i problemi dovuti alla non

conoscenza della correlazione fra gli studi che fanno parte della meta-analisi (Jackson *et al.*, 2011). Questa recente metodologia presenta numerose qualità. Infatti, l'utilizzo di tale tecnica nelle meta-regressioni determina la stima di consistenti coefficienti della popolazione sottostante, validi e robusti *standard error*, intervalli di confidenza e test di significatività quando gli *effect size* non sono indipendenti. Un limite iniziale della RVE era che la sua applicabilità fosse limitata a meta-analisi che avevano ad oggetto più di 40 studi, recentemente però Tipton (2014) ha provveduto a degli adeguamenti della tecnica che migliorano le prestazioni sia in piccoli campioni che in presenza di covariate distorte.

La presente meta-analisi, considerando rilevante cogliere l'eterogeneità presente all'interno di ogni paper, utilizza come unità d'analisi ciascun studio (regressione) presente nel paper e come metodologia applica una recente tecnica denominata "*Robust Variance Estimation*", sviluppata da Hedges *et al.* (2010), che controlla per il difetto imputato all'analisi su ogni singolo studio attraverso una correzione cluster id degli errori standard, senza la necessità di conoscere la covarianza fra gli studi (Fisher, Tipton 2015).

1.5. Meta-analisi su cash holdings e valore

La procedura di identificazione dei paper oggetto di analisi ha permesso di individuare 30 ricerche empiriche, da cui si evincono un totale di 295 regressioni in cui è presente la variabile *cash holdings*.

Negli studi selezionati, prevalentemente riguardanti gli USA e analisi fra più paesi (*cross country*), è possibile ravvisare una netta maggioranza di coefficienti significativamente positivi, ma con intensità differente. A tal proposito appare interessante presentare una propedeutica analisi qualitativa che permetta di riassumere gli articoli in base al segno e all'intensità della relazione riscontrata.

Nello specifico, la tabella 1.1 riassume il trend *paper-based* del legame fra cash holdings e valore.

Tabella 1.1: relazione paper-based tra cash holdings e valore

Cash				
Holdings	Percentuali	Beta	Deviazione	Paper
↓	di studi	Medio	Standard	
Valore				
Legame Positivo	223/295 = 75,6%	2,272	21,750	Pinkowitz e Williamson (2004); Saddour (2006); Faulkender e Wang (2006); Pinkowitz <i>et al.</i> (2006); Dittmar e Mahrt-Smith (2007); Kalcheva e Lins (2007); Klasa <i>et al.</i> (2009); O'Brien e Folta (2009); Bates <i>et al.</i> (2009); Denis e Sibilkov (2010); Drobetz <i>et al.</i> (2010); Ammann <i>et al.</i> (2011); Chen (2011); Tong (2011); Liu e Mauer (2011); Soltani e Ravanmehr (2011); Lau e Block (2012); Ağca (2012); Wang (2012); Megginson e Wei (2012); Louis H. <i>et al.</i> (2012); Yarram (2012); Martinez-Sola <i>et al.</i> (2013); Adjei (2013); Harford <i>et al.</i> (2013)
Legame Negativo	19/295 = 6,4%	-0,469	0,584	Luo e Hachiya (2005); Dittmar e Mahrt-Smith (2007); Drobetz <i>et al.</i> (2010); Ammann <i>et al.</i> (2011); Tong (2011); Oler e Waegelein (2011)
Nessun Legame	53/295 = 18%			Saddour (2006); Pinkowitz <i>et al.</i> (2006); Kalcheva e Lins (2007); Isshaq <i>et al.</i> (2007); Drobetz <i>et al.</i> (2010); Ammann <i>et al.</i> (2011); Chen (2011); Tong (2011); Oler e Waegelein (2011); Ağca (2012); Darkhor e Nahandi (2012)

I risultati presenti nella seconda colonna della tabella 1.1 mostrano nella maggioranza assoluta degli studi, il 75,6% del totale delle regressioni, un coefficiente positivo e statisticamente significativo della variabile indipendente *cash holdings*. Di converso, solo una piccola percentuale, appena il 6,4% sul totale delle analisi econometriche, presentano un segno negativo e statisticamente significativo della variabile oggetto di osservazione. In 53 osservazioni empiriche, invece, non è stata rilevata una relazione significativamente valida. Per il 18% degli studi, la presenza di riserve di liquidità non sembrerebbe essere in grado di influenzare le performance delle imprese. Dall'osservazione del beta medio (2,272) degli studi che rilevano un legame positivo fra *cash holdings* e valore, si può intuire la forte influenza che la detenzione di liquidità può avere sul valore delle imprese. Contrariamente, il valore medio dei coefficienti negativi si attesta sul -0,469. Confrontandolo col beta medio dei coefficienti positivi, si deduce che l'impatto negativo delle riserve di cassa sulle performance è di molto inferiore.

Nonostante i risultati mostrino un effetto positivo del cash holdings sulle performance aziendali, dalla tabella 1.1 si nota la presenza di un numero, anche se non consistente, di paper che rilevano la negatività della variabile oggetto di studio. In aggiunta, è possibile rinvenire un certo numero di evidenze empiriche, 4 paper su 30, che presentano risultati contrastanti, in merito alla relazione oggetto di approfondimento. Nello specifico, rispettivamente, negli studi di Dittmar e Mahrt-Smith (2007), Drobetz *et al.* (2010), Ammann *et al.* (2011) e Tong (2011), si riscontrano numerose regressioni che variano a seconda del contesto d'analisi, oppure dal focus su imprese sensibili a problemi di asimmetrie informative, problemi di opportunismo manageriale oppure di *financial constraint*, in cui i risultati finali sono differenti nel segno e nell'intensità della relazione.

L'incertezza delle diverse conclusioni teoriche potrebbe derivare dalla presenza di alcune variabili che, congiuntamente considerate, potrebbero dare luogo a effetti differenti. In pratica, l'effetto della detenzione di cassa sulle performance delle imprese può variare a causa di variabili di moderazione, in grado di "qualificare" la relazione oggetto di analisi, causando la prevalenza dell'effetto positivo o di quello negativo, determinando un accrescimento oppure riduzione delle performance aziendali. Pertanto, appare interessante ed importante indagare come tale effetto sia condizionato da fattori in grado di modificare segno e intensità del valore del cash holdings.

La fase successiva alla presentazione dei risultati dell'analisi qualitativa è rappresentata dall'analisi quantitativa, che consiste nella determinazione degli *effect size*. La tabella 1.2 evidenzia, con riferimento alla relazione lineare fra *cash holdings* e valore, i valori dell'*effect size* utilizzando diverse metodologie di calcolo, prima senza l'utilizzo di pesi e poi con l'utilizzo dei diversi pesi in ragione dei diversi modelli meta-analitici. In seguito alla procedura di eliminazione degli *outliers*, che considera come non rappresentativi gli studi che presentano un *effect size* maggiore e/o minore al valore pari a tre volte la *standard deviation* dell'*effect size*, il campione definitivo su cui si basa la meta-analisi si compone di 290 studi.

Tabella 1.2: statistiche descrittive sulla relazione fra cash holdings e valore

Cash holdings	Effect size ⁵	Confidence Interval 95%	n° studi totali = 290			Q test (p-value)	I ²	τ ²
			statisticamente significativi		non statisticamente significativi			
			positivi	negativi				
Zr medio, non pesato	0.047	[0.041; 0.053]	218 75,2%	19 6,5%	53 18,3%	0.003	19.3%	
FE (I-V)*	0.053	[0.049; 0.058]						
RE (D+L)*	0.054	[0.048; 0.06]						
Robumeta**	0.047	[0.027; 0.067]						

La tabella 1.2 evidenzia l'esistenza di un legame positivo, indipendentemente dalla metodologia impiegata per il calcolo dell'*effect size*, fra detenzione di liquidità e valore d'impresa. I risultati sembrano supportare le varie argomentazioni teoriche che individuano nel *cash holdings* uno strumento di flessibilità finanziaria a supporto dell'impresa, in grado di attenuare problemi di *financial constraints* e far cogliere *growth opportunity* anche in caso di difficoltà di accesso al mercato esterno dei capitali. La presenza di intervalli di confidenza sempre positivi rafforza l'evidenza sulla positività della relazione oggetto di studio.

Per verificare la presenza di eterogeneità fra gli studi, si fa riferimento all'analisi dei risultati dei seguenti due parametri: il test Q di Cochran (1954) e la statistica I² proposta da Higgins *et al.* (2003).

Il test Q di omogeneità (Formula 6, Appendice 1), considerando tutte le differenti metodologie di calcolo dell'*effect size*, risulta essere statisticamente significativo, pertanto si segnala l'esistenza di eterogeneità fra gli studi. Le evidenze empiriche differiscono non solo in seguito ad errore campionario, ma anche a causa di un numero indeterminato di caratteristiche fra le analisi, come la differente tecnica econometrica applicata e/o il diverso contesto istituzionale su cui si basa lo studio (La Rocca *et al.*, 2012). È importante sottolineare che un valore non significativo di Q, essendo tale test molto semplice ma particolarmente sensibile al numero di studi, non indica

⁵ Risultati ottenuti attraverso il comando Metan (*) e Robumeta (**) di Stata.

necessariamente che gli stessi siano tratti dalla stessa popolazione, pertanto potrebbe produrre un risultato non corretto. Per risolvere questo problema, Higgins *et al.* (2003) propongono l'uso di una statistica, denominata I^2 (Formula 7, Appendice 1), che quantifica l'ammontare di eterogeneità dovuta alle differenze tra studi e non al caso. L'indice presenta dei valori compresi tra 0%, situazione in cui la variazione dipende solo dal caso, e il 100%, tutta la varianza osservata riflette differenze reali negli *effect size*, e non dipende dal numero di studi che compongono la meta-analisi.

La statistica I^2 , nell'analisi riguardante il *cash holdings* è del 19,3%. Una percentuale inferiore al 25% è considerata un basso grado di eterogeneità, mentre valori prossimi al 50% e al 75% riflettono, rispettivamente, una moderata e alta eterogeneità (Higgins *et al.*, 2003).

I risultati evidenziano la significatività statistica della Q di Cochran e una eterogeneità, sebbene non eccessiva, in base al parametro I^2 . Pertanto, laddove sia possibile constatare, da un punto di vista statistico, la presenza di eterogeneità, è necessario individuare i fattori che hanno inciso su di essa e verificare, nel caso specifico, se la relazione fra liquidità e valore è moderata da altre variabili. Quando dall'analisi dei risultati della misura di eterogeneità si ricava l'indicazione che gli effetti fra gli studi non sono omogenei, ossia che il vero legame tra le due variabili oggetto d'analisi non è quello misurato, ma ci sono altre variabili che influenzano la relazione in oggetto, diviene fondamentale l'approfondimento delle fonti di possibili eterogeneità fra gli studi attraverso l'impiego della metodologia delle meta-regressioni tramite la *Robust Variance Estimation analysis* di Hedges *et al.* (2010).

1.6. Fattori di moderazione sulla relazione fra cash holdings e valore

La procedura della meta-analisi non può prescindere dal considerare lo studio dei fattori di moderazione. Infatti, i controversi risultati sulla relazione fra cash holdings e valore presenti in letteratura, unitamente alle conclusioni che emergono dal Q test di Cochran, evidenziano la necessità di approfondire l'analisi attraverso le meta-regressioni, al fine di esaminare il ruolo di moderazione di alcune variabili esplicative sul legame tra *cash holdings* e valore (Stanley, 2001).

Questa fase, sicuramente più interessante rispetto all'analisi della tendenza centrale, permette di arrivare all'output principale dell'analisi, che attraverso l'introduzione delle variabili di moderazione consente di specificare se le diverse fonti di eterogeneità generano un cambiamento statisticamente valido nella relazione fra cash holdings e valore. Attraverso le meta-regressioni è possibile verificare se la direzione e l'intensità degli *effect sizes* sono influenzate da una serie di fattori di moderazione che contraddistinguono gli studi (caratteristiche *paper-specific*).

L'identificazione delle variabili di moderazione, da inserire nelle meta-regressioni come variabili esplicative, non è casuale ma si basa sulla rassegna della letteratura di riferimento e sullo studio dei

contributi selezionati nel presente lavoro. Le meta-regressioni sono state condotte regredendo una serie di *dummy* codificate come variabili di moderazione esplicative sui valori non pesati degli Z-score di Fisher. Questi sono i fattori che potrebbero essere causa di controversie nei risultati presenti in letteratura (Hunter, Schmidt 1990).

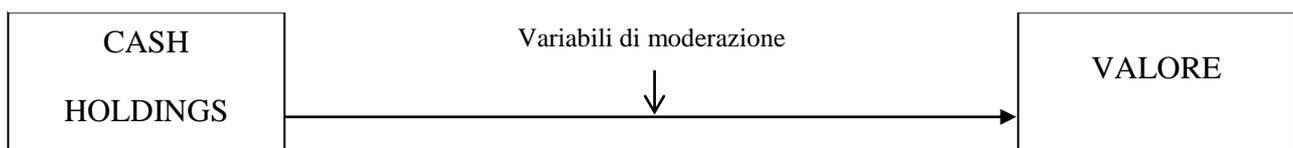
1.6.1. Modello e variabili

In base alle ipotesi di ricerca formulate che indentificano i fattori esterni che possono influenzare la relazione oggetto di studio, viene stimato il seguente modello, in cui la variabile dipendente è l'*effect size* del *cash holdings* sul valore (*Zr_cashholdings*).

$$Zr_cashholdings \rightarrow W = f(\text{Fattori di moderazione})$$

Il lavoro intende verificare il ruolo dei fattori di moderazione, al fine di accertare quali caratteristiche *firm-specific*, *paper-specific* e *institutional-specific* possano essere in grado di influenzare il legame fra *cash holdings* e valore. Per la loro individuazione, oltre che fare riferimento allo studio dei contributi selezionati, si trae spunto dalle variabili di La Porta *et al.* (2006), considerate in maniera unanime dagli studiosi di Finanza, come fattori in grado di condizionare la relazione principale di analisi.

Figura 1.1 – Ruolo di moderazione



Negli studi primari la relazione tra una o più variabili indipendenti e la variabile dipendente, vengono effettuate delle regressioni attraverso l'impiego delle varie tecniche econometriche che meglio si adattano allo studio e al campione di analisi. Nelle meta-regressioni si applica la medesima metodologia (Thompson, Higgins 2002), con l'eccezione che la variabile dipendente sarà data dall'*effect size* e le variabili indipendenti, conosciute anche come covariate, sono rappresentate dalle variabili di moderazione dello studio. Il ruolo delle caratteristiche considerate come moderatori può essere valutato direttamente in un'unica meta-regressione, inserendo tutte le covariate simultaneamente, senza effettuare singole meta-regressioni.

Considerato che la maggior parte dei lavori identificati includono più studi derivanti dallo stesso campione e che le dimensioni degli *effect size* sono generalmente calcolati per gli stessi

individui, non è possibile trattare gli *effect size* come indipendenti. L'approccio comune per risolvere tale problemi è quello di svolgere una *full multivariate meta-analysis* (Hedges, Olkin 1985; Kalaian, Raudenbush 1996) che richiede, però, la conoscenza della struttura della covarianza fra gli studi, informazione raramente riportata nelle ricerche empiriche.

Pertanto, per la stima degli errori standard in tali circostanze, si utilizza la tecnica statistica denominata *Robust Variance Estimation* (Hedges *et al.*, 2010), che permette di calcolare gli errori standard utilizzando una stima empirica della varianza e non richiede alcuna ipotesi sulla distribuzione delle stime degli *effect size*.

La tabella 1.3 descrive le variabili esplicative utilizzate nelle meta-regressioni.

Tabella 1.3: descrizione variabili di moderazione

Variabile	Fattori di eterogeneità	Descrizione
D_Low_Growth_Opp	Ruolo delle opportunità di crescita	Dummy pari a 1 per studi che hanno avuto ad oggetto imprese con basse opportunità di sviluppo e 0 viceversa.
D_Blockholder	Ruolo dei grandi azionisti	Dummy pari a 1 per studi che hanno avuto ad oggetto imprese con almeno un grande azionista e 0 viceversa.
D_Constrained	Ruolo dei vincoli finanziari	Dummy pari a 1 per studi che hanno avuto ad oggetto imprese con vincoli finanziari e 0 viceversa.
D_Market_Measure	Misure di valore d'impresa	Dummy pari a 1 per studi che hanno utilizzato misura di performance di mercato e 0 per studi che hanno utilizzato misure di performance contabili o miste
D_1990, D_2000 e D_2008	Ruolo del periodo di analisi	Dummy D_1990 pari a 1 per studi riferiti agli anni 90 e 0 viceversa. Dummy D_2000 pari a 1 per studi riferiti agli anni 2000 e 0 viceversa. Dummy D_2008 pari a 1 per studi riferiti agli anni successivi al 2008 e 0 viceversa.
D_Common_Law	Ruolo dell'ordinamento giuridico	Dummy pari a 1 per studi riferiti a contesti <i>Common Law</i> e 0 con riferimento a contesti <i>Civil Law</i> .
D_Endogeneity	Ruolo delle tecniche econometriche utilizzate: considerazione dell'endogeneity	Dummy pari a 1 per studi che hanno tenuto sotto controllo problemi di endogeneity (2SLS, 3SLS) e 0 viceversa.
D_Journal	Tipologia di lavoro: paper pubblicato o working paper	Dummy pari a 1 per studi che sono stati pubblicati e 0 viceversa.
Disclose	Divulgazione delle informazioni	Indice di divulgazione delle informazioni nel prospetto di una

		IPO.
IPOs_to_GDP	Sviluppo del mercato azionario	Indice medio delle azioni emesse da società recentemente quotate in borsa in un dato paese sul suo PIL nel periodo 1996-2000.
D_Own_Concentration	Ruolo della concentrazione azionaria	Dummy pari a 1 quando la percentuale media di azioni ordinarie possedute dai tre principali azionisti è superiore al 20% e 0 viceversa.
Public_Enforcement	Applicazione delle legge	Indice dell'ordine pubblico, compreso tra 0 e 1, se tutti i requisiti di informazione e di approvazione sono stati soddisfatti.
Revised_Antidirector	Diritti degli azionisti	Indice aggregato dei diritti degli azionisti. Varia da 0 a 6.

Fonte: *elaborazione propria*

1.6.2. Risultati delle Meta-Regressioni

Nel presente paragrafo si verifica il ruolo dei fattori di moderazione precedentemente individuati nell'influenzare la relazione fra *cash holdings* e valore d'impresa. Le meta-regressioni permettono di investigare le fonti di eterogeneità fra i risultati presenti in letteratura, in modo da stimare la rilevanza che le caratteristiche incluse in ogni singolo studio hanno nel condizionare, tramite variazioni di segno e/o di intensità, la relazione oggetto di analisi.

Nella prima colonna sono evidenziati i risultati del *Benchmark Model* attraverso l'impiego del metodo meta-analitico denominato *Robust Variance Estimation* (RVE). Tale tecnica, conosciuta anche col nome di Robumeta, rappresenta un recente metodo particolarmente affidabile per la stima degli errori standard nelle meta-regressioni. La variabile dipendente è rappresentata dall'*effect size* non pesato. Il test VIF (*variance inflation factor*) non evidenzia problemi di collinearità fra variabili.

Tabella 1.4: risultati delle meta-regressioni sulla relazione fra *cash holdings* e valore

VARIABILI	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Benchmark	Model	Robustness Contesto	Robustness Contesto	Robustness Contesto	Robustness Contesto
	Robumeta zr_cashholdings	Istuzionale Robumeta zr_cashholdings	Istuzionale Robumeta zr_cashholdings	Istuzionale Robumeta zr_cashholdings	Istuzionale Robumeta zr_cashholdings	Istuzionale Robumeta zr_cashholdings
D_Low_Growth_Opp	-0.079*** (0.015)	-0.062*** (0.017)	-0.069*** (0.010)	-0.064** (0.027)	-0.083*** (0.018)	-0.079*** (0.017)
D_Blockholder	0.013 (0.021)	0.018 (0.020)	0.013 (0.023)	0.015 (0.014)	0.019 (0.020)	0.019 (0.021)
D_Constrained	0.002 (0.015)	0.003 (0.016)	0.005 (0.016)	-0.002 (0.010)	0.004 (0.015)	0.004 (0.015)
D_Market_Measure	0.037* (0.017)	0.044* (0.021)	0.034 (0.025)	0.021 (0.020)	0.044** (0.018)	0.044* (0.021)
D_1990	-0.122 (0.090)	-0.245*** (0.038)	-0.170*** (0.031)	-0.035 (0.038)	-0.114 (0.090)	-0.116 (0.084)
D_2000	0.098*** (0.020)	0.106*** (0.018)	0.099*** (0.011)	-0.014 (0.019)	0.080*** (0.016)	0.081*** (0.012)
D_2008	-0.083 (0.084)	-0.151*** (0.030)	-0.134*** (0.024)	-0.033 (0.049)	-0.075 (0.077)	-0.075 (0.079)
D_Endogeneity	-0.038* (0.019)	-0.037 (0.022)	-0.036 (0.021)	-0.041** (0.017)	-0.037* (0.019)	-0.037* (0.019)
D_Journal	-0.118*** (0.028)	-0.133*** (0.025)	-0.117*** (0.021)	-0.065** (0.031)	-0.108*** (0.019)	-0.109*** (0.025)
D_Common_Law	0.018 (0.027)					
Disclose		0.169* (0.075)				
IPOs_to_GDP			0.009 (0.005)			
D_Own_Concentration				0.077** (0.028)		
Public_Enforcement					0.008 (0.054)	
Revised_Antidirector						-0.000 (0.014)
Costante	0.129 (0.085)	0.100* (0.053)	0.146*** (0.045)	0.063 (0.066)	0.139 (0.090)	0.142 (0.089)
Osservazioni	185	157	164	290	181	181

Nota: la tabella riporta i risultati delle meta-regressioni, in cui la variabile dipendente è l'effetto del cash holdings sul valore. Le variabili di moderazione sono illustrate nella tabella 1.3. Fra parentesi sono riportati gli standard error robust. (*), (**) e (***) indicano la significatività statistica di ciascun coefficiente a un livello del 10%, del 5% e dell'1%, rispettivamente.

L'ipotesi *H.1*, relativa al possibile ruolo delle opportunità di sviluppo quale fattore di moderazione abile a influenzare la relazione fra liquidità e valore, è confermata. Nelle imprese con limitate possibilità di crescita la relazione oggetto di studio appare essere più attenuata rispetto alle imprese con consistenti *growth opportunity*. I risultati confermano le teorie che vedono nella liquidità uno strumento finanziario in grado di accrescere le performance soprattutto in quelle imprese che hanno a disposizione un ventaglio di investimenti a VAN positivo, da cui scegliere i più profittevoli, in cui investire tali risorse. Di converso, nelle imprese che hanno limitate opportunità sul mercato, la liquidità potrebbe prestarsi ad usi opportunistici del management, con conseguenti riduzioni di valore d'impresa.

Contrariamente a quanto ipotizzato, i coefficienti delle variabili *D_Blockholder* e *D_Constrained* non sono statisticamente significativi. L'impatto sul valore da parte del *cash holdings* non dipende dalla presenza di grandi azionisti nella compagine azionaria e dall'esistenza di vincoli finanziari nelle imprese.

Il risultato riguardante le misure di performance (di mercato, contabile o mista) utilizzate nelle singole analisi empiriche rappresenta una fonte di eterogeneità. In particolare, il valore d'impresa individuato attraverso indici di mercato aumenta l'intensità del legame positivo fra cash holdings e valore. I risultati confermano la visione secondo cui la rilevazione delle performance attraverso variabili *market-based*, permette sia di non soffrire delle manipolazioni di bilancio da parte dei manager che considerare gli effetti positivi della liquidità sulle *growth opportunity*, per cui tramite le misure di valore di mercato avviene una corretta rappresentazione del valore d'impresa.

L'introduzione di variabili temporali consente di verificare la possibilità di cambiamenti nella relazione fra *cash holdings* e valore in seguito a eventi di carattere generale. Infatti, gli avvenimenti che si susseguono nel corso degli anni possono essere molteplici, per cui non è possibile imputare con certezza ad un singolo fatto la capacità di modificare il segno e/o il grado di intensità della relazione in oggetto. Nei paper che analizzano campioni di imprese negli anni 2000, la relazione sembra essere più intensa rispetto agli altri anni. Potrebbero esserci svariate motivazioni a sostegno di tale risultato, dall'aumento delle banche dati a disposizione dei ricercatori fino alle riforme in tema di diritto societario attuate dai singoli Paesi, passando per lo sviluppo e la globalizzazione dei mercati finanziari e la nascita di nuovi strumenti finanziari a disposizione delle imprese.

La significatività statistica della variabile *D_Endogeneity* mostra la rilevanza di tale fattore quale fonte di eterogeneità fra gli studi. I risultati mostrano una minore intensità della relazione fra cash holdings e valore. Perciò, si accetta l'ipotesi *H.7*. Numerosi studi affermano come eventuali problemi di reciproca causalità o "interdipendenza" fra variabili possono essere causa di distorsione sia nei segni che nell'intensità della relazione osservata. Lo sviluppo e l'utilizzo di nuove tecniche

econometriche (2SLS/3SLS, GMM, SUR) permette di tenere sotto controllo queste problematiche, con benefici in termini di risultati empirici più robusti.

Il coefficiente *D_Journal* è statisticamente significativo. La relazione fra liquidità e valore è di intensità inferiore nelle ricerche empiriche pubblicate su riviste scientifiche rispetto a quelle derivanti da *working papers*. Il risultato può essere interpretato in differenti modi. Da un lato, i lavori che non superano il processo di selezione di un *journal* potrebbero non avere delle solide basi, sia in termini di dimensione e qualità del campione utilizzato che, al tempo stesso, di tecnica econometrica impiegata, per cui i risultati che ne scaturiscono potrebbero essere indirizzati oltremodo verso il segno e la direzione maggiormente evidenziati in letteratura. Dall'altro, gli stessi editori, dopo aver precedentemente divulgato studi con risultati che vanno in una certa direzione, potrebbero essere interessati a risultati in controtendenza con il passato che, se supportati da una robusta analisi econometrica, darebbero prestigio alla propria rivista.

L'inserimento nella regressione della variabile *D_Common_Law* permette di distinguere gli studi in base al contesto di riferimento a cui si riferiscono (*Common Law vs Civil Law*), secondo quanto sostenuto da La Porta et al. (1999). Il coefficiente del fattore di moderazione non è statisticamente significativo, pertanto l'analisi fra *cash holdings* e valore sembrerebbe non essere influenzata dal grado di tutela degli investitori o dall'efficienza o meno del sistema legale o giudiziario.

Nonostante l'effetto sul valore della liquidità sembrerebbe prescindere dal contesto istituzionale di riferimento, in letteratura sono rinvenibili numerosi lavori in cui viene dato ampio risalto alle caratteristiche dell'ambiente in cui operano le imprese. Pertanto, per approfondire il potenziale ruolo di moderazione di tale variabile, la dummy *D_Common_Law* viene sostituita, nelle colonne (3-7) della tabella 1.4, da variabili di tipo *institutional-specific*, suggerite da La Porta et al. (2006), che permettono di cogliere l'importanza delle caratteristiche del sistema in termini di protezione degli investitori, sviluppo del sistema finanziario e concentrazione azionaria, atte o meno a moderare la relazione fra *cash holdings* e valore.

Solamente due delle cinque variabili alternative alla dummy *Common_Law* mostrano dei risultati statisticamente significativi. Pertanto, gli indici specificati da La Porta et al. (2006) si rivelano parzialmente idonei a essere utilizzati come misure della qualità del contesto istituzionale. La relazione fra *cash holdings* e valore è amplificata negli studi svolti in Paesi caratterizzati da congrua trasparenza delle informazioni e in imprese con elevata concentrazione proprietaria.

La disponibilità di informazioni per gli investitori tende ad aumentare l'intensità del legame fra liquidità e valore. La significatività statistica della variabile *Disclose* (colonna 2), che misura il grado di informazioni che vengono rese disponibili al mercato durante le operazioni di quotazioni di

un'impresa (IPO - *initial public offerings*), conferma come una maggiore trasparenza delle imprese crea delle valide condizioni per una migliore sorveglianza da parte dei soggetti che operano nei mercati finanziari. Pertanto, i manager che gestiscono le riserve di cassa non hanno margine per mettere in atto comportamenti opportunistici. Al contrario, essendo costantemente sotto "osservazione" tendono ad operare in maniera efficiente per garantire la creazione di valore a tutti gli stakeholder aziendali.

Il risultato del coefficiente relativo ad una maggiore concentrazione della proprietà, colonna (4) della Tabella 1.4, evidenzia come la presenza di forti azionisti nell'impresa rafforzi il rapporto tra consistenze di cassa e performance. Nelle imprese con azionisti che detengono una quota rilevante del capitale sociale viene amplificato il legame positivo fra *cash holdings* e valore. Gli azionisti di controllo, piuttosto che utilizzare la loro posizione dominante per accumulare opportunisticamente denaro, a scapito delle performance aziendali, impiegano il cash per sostenere le prestazioni aziendali. Inoltre, essi sono in grado, attraverso un forte monitoraggio del management, di mantenere un sistema di governance efficiente che operi unicamente per la crescita dell'impresa.

Per quanto concerne le altre variabili, relative allo sviluppo del mercato azionario (colonna 3), al grado di ordine pubblico (colonna 5) e alla tutela dei diritti degli azionisti (colonna 6), non essendo statisticamente significative non sembrano essere in grado di condizionare la relazione fra *cash holdings* e valore.

1.7. Conclusioni

Il presente lavoro ha riguardato l'approfondimento della relazione fra *cash holdings* e valore. Alla luce delle contrastanti evidenze empiriche presenti in letteratura, attraverso lo sviluppo di una meta-analisi, quale apprezzato metodo d'indagine in grado di riassumere molteplici risultati sotto un unico effetto, si è cercato di definire la capacità o meno della liquidità di creare valore d'impresa. Secondariamente, si è inteso verificare le possibili cause che, influenzando la direzione e il segno della relazione principale, sono fonte dei controversi risultati rinvenibili nella comunità scientifica.

Dopo aver analizzato tutti i lavori inerenti la relazione fra riserve di cassa e valore, pubblicati e non, disponibili in letteratura, si può affermare l'importanza del *cash holdings* quale strumento interno all'impresa in grado di generare valore. Infatti, dai risultati emerge la netta prevalenza di un legame positivo. I benefici derivanti dal possesso di liquidità sembrano essere in grado di prevalere sui costi che potrebbero scaturire da un uso inappropriato delle risorse monetarie da parte di manager opportunisti e/o azionisti di controllo poco lungimiranti, i quali potrebbero decidere di

appropriarsi delle riserve di cassa per il raggiungimento di finalità personali rispetto a utilità che accrescerebbero il valore totale dell'impresa.

La seconda parte della meta-analisi, rappresentata dallo sviluppo delle meta-regressioni, evidenzia come la relazione fra *cash holdings* e valore sia moderata da alcuni fattori di natura *firm-specific*, *paper-specific* e *institutional-specific*, abili nel condizionare la direzione e l'intensità. Si dimostrano avere un ruolo di rilievo le differenti *growth opportunity* che presentano le imprese, le tecniche econometriche che controllano problemi di *endogeneity*, la pubblicazione o meno della ricerca empirica, la tipologia di variabile impiegata per misurare il valore d'impresa, il periodo di svolgimento dell'analisi e il grado di concentrazione proprietaria delle imprese. Inoltre, considerata l'importanza che in letteratura viene data al contesto istituzionale di riferimento, tale fattore di moderazione è stato oggetto di approfondimento attraverso l'impiego di variabili alternative individuate da La Porta (2006), che misurano il livello di tutela degli investitori e lo sviluppo del sistema finanziario e legale di un dato Paese. I risultati derivanti dall'analisi empirica di tali variabili confermano il ruolo più che mai rilevante che la trasparenza dei mercati finanziari può avere nell'amplificare la relazione fra liquidità e valore. Un'impresa che opera provvedendo a esporre in maniera chiara e concisa tutte le informazioni per gli investitori e informa costantemente circa le iniziative imprenditoriali in cui si vuole investire, non può che utilizzare le riserve di cassa in maniera proficua, al fine di migliorare le proprie performance.

Nella letteratura sul tema sono facilmente identificabili i benefici e i costi che potrebbero derivare dalla detenzione di cassa. I primi sono principalmente riferibili alla possibilità di utilizzare il *cash* per cogliere opportunità di sviluppo, quando vi è difficoltà di reperire credito esterno all'impresa. Ulteriormente, le riserve di liquidità permettono all'impresa di crearsi un "bacino" interno di risorse da cui servirsi in caso di eventi sfavorevoli. I costi, invece, sono strettamente legati ai problemi di opportunismo manageriale o dei grandi azionisti, i quali potendo operare con relativa discrezionalità possono mettere in atto operazioni che, anche se non vantaggiose dal punto di vista reddituale, procurano vantaggi nei loro riguardi.

Dall'analisi dei risultati della relazione fra *cash holdings* e valore si conferma il ruolo cruciale che la liquidità può rivestire per gli imprenditori che hanno difficoltà di accesso al credito o, in generale, alle fonti di finanziamento. La detenzione di *cash stock* permette di beneficiare di risorse da impiegare per cogliere le *growth opportunities* che si presentano sul mercato e, quindi, accrescere il valore d'impresa. Dall'altro lato, però, quando le opportunità di crescita sono limitate, il possesso di ingenti risorse liquide può essere soggetto a distrazioni personalistiche da parte del management che conducono a inefficienze e riduzioni di valore dell'impresa. In queste condizioni,

l'operato manageriale viene posto, dagli *stakeholder* aziendali, sotto la "lente di ingrandimento" al fine di ridurre al minimo potenziali comportamenti opportunistici.

Alla luce dei risultati ottenuti, nelle imprese caratterizzate dalla presenza di rilevanti azionisti nell'azionariato e che operano in un sistema finanziario trasparente nei confronti degli investitori, si rileva una relazione positiva fra liquidità e valore. Nel primo caso, l'elevata concentrazione proprietaria determina una forte *corporate governance* all'interno dell'impresa, la quale si dimostra uno strumento abile a monitorare efficacemente l'operato dei manager, lasciando poco spazio ad un uso discrezionale delle risorse monetarie. Nel secondo invece, la presenza di informazioni per tutti gli investitori, dove le asimmetrie informative sono ridotte al minimo, rende il sistema finanziario e l'ordinamento giuridico (in senso generale) particolarmente efficienti, creando le basi fondamentali per un sistema sano in cui non sussistono le condizioni per l'accaparramento di privilegi in seno esclusivo a determinati soggetti aziendali.

Considerati gli interessanti risultati che emergono dall'analisi delle fonti di eterogeneità, future ricerche dovrebbero analizzare il ruolo di altre variabili di moderazione che potrebbero intervenire sull'intensità della relazione fra liquidità e valore. Un interessante aspetto che potrebbe essere approfondito è quello della struttura proprietaria dell'impresa. Vale a dire, la presenza di investitori istituzionali nella compagine societaria, lo status di impresa familiare e la *managerial ownership*. L'osservazione di tali caratteristiche, che permettono di studiare la relazione dalla prospettiva della teoria dell'agenzia, potrebbe ulteriormente aiutare a chiarire le fonti dei controversi risultati rilevabili negli studi primari. Inoltre, considerato che le variabili di La Porta (2006) si sono rivelate poco utili nella disamina del contesto istituzionale di riferimento, ma che al tempo stesso in letteratura tale aspetto è notevolmente dibattuto, le prossime ricerche dovrebbero tenere conto di ulteriori variabili, sia complementari che sostitutive di quelle già impiegate, che permettano di chiarire il ruolo che gioca l'ambiente in cui operano le imprese nell'influenzare la relazione fra cash holdings e valore.

CAPITOLO SECONDO

COSA INFLUENZA IL VALORE DEL CASH HOLDINGS?

2.1. Introduzione

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

Mentre in passato detenere un ampio ammontare di cash veniva considerata una scelta manageriale inefficiente e foriera di opportunismo, riconducendo tale tema ai problemi di corporate governance, oggi un numero sempre maggiore di imprese decide di accumulare riserve di liquidità quale strumento a supporto dei processi di crescita e sviluppo aziendale. Infatti, la scelta di detenere cash holdings risponde all'obiettivo di garantire maggiori livelli di flessibilità finanziaria in modo da poter cogliere *growth opportunity* senza il rischio di essere soggetti a *financial constraint* (J.P. Morgan Research 2005). Come evidenziato nelle survey di Graham, Harvey (2001) per gli USA e Brounen *et al.* (2004) per l'Europa, i manager considerano prioritario, nelle politiche di finanziamento, preservare tale flessibilità finanziaria, ritenendo tale attributo ben più importante di benefici fiscali oppure di possibili problemi di dissesto finanziario.

Negli ultimi venti anni, la relazione tra cash holdings e performance d'impresa si è rivelata di indubbio interesse sia accademico che manageriale, oltre che dei mass-media. Un recente articolo di The Economist (gennaio 2013) evidenzia, in maniera evocativa, che "*U.S. corporations are holding record-high amounts of cash*". Infatti, nel 2011 le consistenze di cassa per le imprese americane sono state pari a quasi 5.000mld\$, con una crescita nel periodo 1995-2010 del 10%, ben superiore rispetto al valore del 7% riferito al periodo 1980-1995. Ulteriormente, Bates *et al.* (2009), facendo riferimento a dati del 2006 del Wall Street Journal, rilevano una disponibilità di cassa nelle sole grandi imprese americane pari a 643mld\$, corrispondenti al 7% del valore di mercato dell'equity delle imprese, di cui 30mld\$ riguardano solo due imprese (Microsoft e Exxon).

Allo stesso modo anche in altri studi (Kim *et al.*, 1998; Opler *et al.*, 1999; Foley *et al.*, 2007; Mello *et al.*, 2008) si evidenzia un peso del cash holdings sugli asset in un range fra l'8% e il 10,5%. Tale percentuale arriva fino al 12,6% in base ai dati riportati da Drobetz *et al.* (2010) su un campione di imprese in un'analisi cross-country su quarantacinque Paesi. In Europa si riscontrano

dati simili. Bloomberg nel 2013⁶ evidenzia una liquidità pari a 475mld\$ nelle 265 imprese europee appartenenti all'indice Stoxx Europe 600, con una crescita del 250% rispetto ai 136mld\$ del 2002.

Anche con riferimento all'Italia, Bigelli, Sanchez-Vidal (2012) evidenziano un peso percentuale del cash holdings sul valore dell'impresa del 10%, in linea con precedenti studi. A titolo di esempio, il Dott. Marchionne, Amministratore Delegato della Fiat, evidenzia la crescente rilevanza di tale tematica illustrando come la liquidità nell'impresa sia passata dal 2,1mld€ nel 2001 (con un peso pari al 6,5% del debito) a 17,5mld€ nel 2011 (con un peso pari a 65,5% del debito) (Il Sole 24 Ore, 12 ottobre 2012).

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

Da un punto di vista teorico tale tema appare controverso, in quanto rispetto ai benefici di flessibilità finanziaria connessi al cash holdings esistono diversi svantaggi ad esso riconducibili, tali da renderne incerto l'effetto netto sul valore. A livello teorico l'effetto positivo sulle performance aziendali viene giustificato da motivazioni precauzionali (disponibilità di cash a supporto dell'impresa in eventuali momenti di crisi e fabbisogni imprevisti), dalla capacità di ridurre i costi di transazione che sorgono nelle molteplici relazioni economiche aziendali e, infine, dalla preferenza esercitata dai manager per l'utilizzo di fonti di finanziamento interne (teoria dell'ordine gerarchico delle scelte) allo scopo di ridurre problemi di asimmetrie informative derivanti dall'eventuale accesso al mercato esterno dei capitali⁷. Allo stesso tempo, dalla liquidità aziendale derivano possibili effetti negativi sulle performance aziendali. Infatti, la disponibilità di cash può generare problemi di opportunismo e costi di agenzia connessi a *empire building*, *overinvestment*, *entrenchment* e appropriazione di benefici privati a danno degli altri investitori aziendali. Parimenti, effetti negativi sulle performance potrebbero giustificarsi in ragione della scarsa (o nulla) redditività delle risorse liquide.

Sebbene sia possibile elencare vantaggi e svantaggi connessi al cash holdings, è difficile stabilire qual è la "forza" che prevale. Da una parte detenere liquidità può avere lo scopo di supportare i processi di creazione di valore *tout court* per tutta l'impresa. Dall'altra, avere

⁶ Alex Webb, "European Companies Stockpile \$475 Billion as Outlook Dims", Bloomberg, 25 Febbraio 2013

⁷ I vantaggi, connessi ad una superiore flessibilità finanziaria, permettono di attenuare problemi di *financial constraints*. La liquidità aziendale consente di finanziare progetti d'investimento e cogliere *growth opportunity* senza richiedere finanziamenti esterni, e quindi senza dover interagire con mercati dei capitali inefficienti e pieni di asimmetrie informative.

un'elevata quantità di cash in stock potrebbe derivare dall'interesse del manager o degli azionisti di maggioranza a massimizzare la propria utilità a scapito di altri stakeholder.

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

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

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

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

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

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

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

2.2. Relazione fra Cash holdings e Valore: ipotesi di ricerca

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

A livello manageriale e finanziario, Opler *et al.* (1999), richiamando l'intuizione di Miller, Orr (1966), mettono a confronto benefici e costi del cash holdings per identificare un livello ottimale di liquidità nell'impresa (modello del trade-off). Al contrario, secondo la *pecking order theory*, non esiste un livello di ottimo e la quantità di cash in stock nell'impresa è funzione delle

preferenze manageriali per la detenzione di un buffer di risorse interne in grado di ridurre costi di transazione e di asimmetria informativa. Tale quantità in stock è determinata dalle molteplici contingenze che l'impresa si è trovata ad affrontare nel corso del tempo.

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

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

Dall'altra, si sostiene una relazione negativa (Luo, Hachiya 2005; Oler, Waeglein 2011; Huang *et al.*, 2013) presumendo la superiorità dei costi sui benefici del cash holdings. L'elevato quantità di cash stock amplificherebbe problemi di opportunismo e di agenzia, causando un uso inefficiente da parte del management delle risorse e, quindi, determinando una diminuzione nelle performance dell'impresa⁸.

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

L'incertezza delle diverse conclusioni teoriche sembra derivare dalla presenza di alcune variabili che, congiuntamente considerate, potrebbero dare luogo a effetti differenti. I controversi risultati evidenziati dalla letteratura e dall'evidenza empirica potrebbero dipendere dalla mancanza della dovuta considerazione sulle interdipendenze e le complementarità tra il cash holdings con altri fattori, che analizzati contestualmente, potrebbero amplificare o diminuire l'effetto sul valore e le performance d'impresa, andando così ad influenzare sia il segno che l'intensità della relazione. In pratica, l'effetto della detenzione di cassa sulle performance delle imprese può variare a causa di variabili di moderazione, in grado di "qualificare" la relazione oggetto di analisi, causando la

⁸ L'opportunismo manageriale è agevolato dalle imperfezioni proprie dei mercati finanziari: asimmetrie informative, incompletezza contrattuale e costi di agenzia creano le condizioni affinché il potere discrezionale del manager si manifesti a danno della razionale ricerca della crescita del valore d'impresa nel medio e lungo periodo (La Rocca *et al.*, 2012).

prevalenza dell'effetto positivo o di quello negativo, causando un accrescimento oppure riduzione delle performance aziendali. Ad esempio, problemi di *financial constraint* potrebbero amplificare i benefici della detenzione di cash, con effetti positivi sulle performance. Al contrario, l'inefficacia degli strumenti di *corporate governance* potrebbero generare cash holdings sistematicamente maggiori, con effetti negativi sulle performance.

Da tali considerazioni emerge la necessità di indagare il possibile ruolo dei fattori di moderazione. Infatti, la presente ricerca intende verificare empiricamente quanto e in che misura l'effetto del cash holdings sulle performance possa essere contingente e dipendente dal ruolo di altri fattori che interagiscono con la disponibilità di cash aziendale, in modo da valorizzarne i benefici, piuttosto che amplificarne gli svantaggi. Pertanto, il presente lavoro si caratterizza per un'analisi sul ruolo dei molteplici fattori, sia *firm-specific* che inerenti il contesto istituzionale, quali variabili di moderazione in grado di influenzare il valore del cash holdings.

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

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

la sopravvivenza aziendale da rischi di difficoltà finanziarie. Di conseguenza, il debito potrebbe amplificare i benefici connessi all'utilizzo del cash holdings, in termini di *financial viability*, con un contributo positivo sul performance. In termini di riscontri empirici, Guney *et al.* (2007) sostengono l'esistenza di un effetto di sostituzione fra debito e liquidità, affermando che l'indebitamento, a bassi livelli, esercita un impatto negativo sulla liquidità, ma la relazione diventa positiva per alti livelli di leva finanziaria. Inoltre, Faulkender, Wang (2006) evidenziano che il valore addizionale della liquidità aziendale diminuisce con l'incremento del cash holdings, ma anche per livelli elevati di debito. Pertanto il cash holdings sarebbe in grado di influenzare il valore dell'impresa interagendo con la struttura finanziaria.

H.2: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dal controllo familiare. La superiore efficienza delle imprese familiari è tutt'altro che acclarata, anzi le evidenze empiriche appaiono controverse. Da una parte la letteratura, prevalentemente basata sugli Stati Uniti, indica potenziali benefici derivanti dal controllo familiare, connessi ad un allineamento fra management e proprietà, con effetti positivi sulle performance aziendali (McConaughy *et al.*, 1998; Anderson, Reeb 2003; Villalonga, Amit 2006). Dall'altra, i conflitti di interesse fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza potrebbero determinare delle inefficienze in grado di ostacolare virtuosi processi di crescita delle imprese (Claessens *et al.*, 2002; Lemmon, Lins 2003). Ulteriormente, eventuali tensioni a livello familiare oltre che potenziali differenze nelle finalità fra manager facenti riferimento al nucleo familiare e manager indipendenti dalla famiglia di controllo, potrebbero far sviluppare processi di distruzione di valore aziendale (Schulze *et al.*, 2001). Diverse indagini empiriche rilevano un impatto negativo del controllo familiare sulla ricchezza degli azionisti di minoranza, mettendo in discussione gli effetti positivi della concentrazione della proprietà nelle mani della famiglia (Barontini, Caprio 2006). Altri studi (Pindado *et al.*, 2008) rilevano che la proprietà familiare ha un impatto positivo sul valore dell'impresa quando la concentrazione azionaria nelle mani della famiglia non è troppo alta.

Il controllo familiare, caratterizzando la governance aziendale, può significativamente influenzare la relazione fra liquidità e performance aziendale. Sebbene rispetto ad un'elevata concentrazione proprietaria le imprese sembrano detenere livelli più contenuti di denaro (Ferreira, Vilela 2004), la presenza di famiglie come azionisti di controllo risulta associata a più elevati livelli di liquidità (Ozkan, Ozkan 2004). Gli azionisti di controllo in una *family firm* potrebbero voler aumentare la disponibilità di fondi per preservare i propri privilegi. In altre parole, gli azionisti di controllo della *family firm*, che in molti casi coincidono con il management aziendale, potrebbero

utilizzare la loro posizione dominante per accumulare denaro per scopi personalistici, a scapito degli azionisti di minoranza.

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

H.3: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dalla presenza di investitori istituzionali. Negli ultimi anni molte imprese sono state interessate da cambiamenti nella struttura proprietaria, a causa di fenomeni di intensificazione nelle dinamiche competitive e nelle attività di fusioni ed acquisizioni che hanno accresciuto la concentrazione in molti settori. Un numero crescente di studi empirici ha indagato il ruolo di tale aspetto. In particolare, si evidenzia la crescente rilevanza dell'ingresso di investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese, sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili. Il contributo degli investitori istituzionali determina significativi cambiamenti nella governance aziendale, nelle modalità di definizione delle strategie e negli assetti organizzativi. Ferreira, Matos (2008) ed anche Dahlquist, Robertsson (2001) evidenziano che gli investitori istituzionali preferiscono investire in imprese con elevati cash holdings e che la loro presenza come azionisti ha un impatto positivo sul valore dell'impresa e sulle performance aziendali. Tale preferenza deriva dal fatto che, soprattutto in presenza di asimmetrie informative, ingenti somme di denaro in stock aumentano la solidità finanziaria rispetto ad altre imprese operanti nel mercato. Infatti, le riserve di cassa rappresentano un elemento segnaletico in grado di fornire informazioni sulla "forza" finanziaria di un'impresa e, quindi, sulla capacità di cogliere growth opportunities, soprattutto in periodi di crisi economica e di difficoltà di accesso al credito che altrimenti andrebbero perse (La Rocca *et al.*, 2012). La letteratura (Shleifer, Vishny 1986), inoltre, riconosce

che investitori con quote di partecipazione importanti, come gli investitori istituzionali, avendo orizzonti di investimento di lungo periodo, hanno un incentivo a controllare costantemente il management aziendale, accrescendo le performance aziendali. Ancor di più il continuo e superiore monitoraggio del management da parte degli investitori istituzionali deriva dalle loro competenze nell'apprezzare la qualità delle decisioni aziendali (Gillan, Starcks 2003), determinando una riduzione nei problemi di opportunismo e nei costi di agenzia. Bathala *et al.* (1994) trovano supporto alla concezione che gli investitori istituzionali svolgono un efficace ruolo di monitoraggio e sono in grado di influire sulle performance e sul valore delle imprese mitigando i costi di agenzia. L'efficacia di tale meccanismo di corporate governance potrebbe condurre ad un cash holdings sistematicamente maggiore con effetti positivi sulle performance. Allo stesso modo, il controllo attivo di investitori istituzionali, garantendo una superiore qualità dell'operato dei manager aziendali, facilita l'accesso al mercato finanziario e, quindi, riduce problemi di *financial constraint* (Attig *et al.*, 2012). Pertanto la presenza di investitori istituzionali può determinare una riduzione nei problemi di opportunismo e nei costi per l'accesso al finanziamento esterno che favorisce l'utilizzo di cash stock da destinare alla realizzazione di progetti a VAN positivo.

H.4: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dalla costrizione finanziaria. I problemi di asimmetria informativa e il costo eccessivo della finanza esterna possono creare per le imprese costrizioni nell'accesso al credito, cioè vincoli finanziari che ostacolano la crescita e lo sviluppo (Fazzari *et al.*, 1988). Di conseguenza, le imprese saranno interessate ad accumulare riserve di liquidità tanto più elevate quanto più severi saranno i problemi di *financial constraint* (Almeida *et al.*, 2004), in modo da avere un "cuscinetto" (*buffer*) che permetterà di cogliere *growth opportunity* che altrimenti, stante le difficoltà nel ricorrere al mercato dei capitali esterno, si perderebbero. In altri termini, all'aumentare del differenziale fra il costo delle risorse finanziarie interne e quelle esterne, il cash holdings diventa una risorsa di valore in quanto permette di intraprendere investimenti a VAN positivo che altrimenti potrebbero essere, a malincuore, abbandonati. Detenere elevati stock di cash riduce i costi associati all'accesso al mercato esterno dei capitali, favorendo la capacità dell'impresa di cogliere *growth opportunity*. Sebbene alcuni autori (Pinkowitz, Williamson 2004; Pinkowitz *et al.*, 2006) non rilevano differenze nel valore economico fra imprese finanziariamente solide e imprese *financially constrained*, altri autori (Faulkender, Wang 2006; Denis, Sibilkov 2010) evidenziano come alti livelli di cash holdings possano incrementare il valore di imprese *financially constrained*. Darkhor, Nahandi (2012) mostrano il diverso ruolo del cash holdings per imprese *financially constrained* e *unconstrained*. Anche Denis, Sibilkov (2010) forniscono evidenze che il valore del cash holdings è maggiore per imprese

financially constrained piuttosto che per imprese *unconstrained*. In particolare, Harford *et al.* (2012) verificano che i costi di agenzia derivanti dalla detenzione di abbondante liquidità sono più bassi per imprese finanziariamente vincolate, data la minore discrezionalità manageriale e quindi le minori possibilità di investire in progetti non redditizi.

H.5: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dallo status di impresa non quotata. Lo status di impresa non quotata può avere effetti importanti sulla liquidità. Infatti, le opportunità di finanziamento esterno per imprese *unlisted* sono inferiori a quelle disponibili per imprese quotate, e questo potrebbe determinare una maggiore necessità a detenere cash per le imprese non quotate. In altri termini, le imprese *unlisted* potrebbero detenere elevate quantità di denaro, non distribuendo totalmente agli azionisti i flussi di cassa derivanti dalla gestione, al fine di superare problemi di *financial constraint* e poter finanziare, senza particolari difficoltà, i loro progetti di investimento (Kim 1999). D'altro canto, l'impresa non quotata non è soggetta a vincoli di trasparenza dei documenti contabili e a comunicazioni finanziarie per informare tempestivamente gli azionisti e il mercato. Ulteriormente, non deve sottostare a controlli da parte degli organismi istituzionali operanti nei mercati borsistici preposti al fine di garantire la tutela degli investitori. In tal modo, una maggiore opacità informativa e un minore monitoring del mercato finanziario esterno influenzano i rapporti fra la governance aziendale e gli azionisti di minoranza nelle imprese non quotate, determinando il probabile aumento dei conflitti d'interesse, con una conseguente crescita dei costi di agenzia (Chittenden *et al.* 1996). Di conseguenza, soprattutto in contesti istituzionali poco efficienti in cui è scarsa la protezione per i piccoli investitori, la disponibilità di cash stock in imprese non quotate, rispetto a quelle quotate in Borsa, potrebbe essere indirizzata più facilmente verso il soddisfacimento di interessi personali piuttosto che alla creazione di valore per l'impresa, creando occasioni per cui chi ha il controllo può sottrarre valore a danno di altri stakeholder aziendali.

H.6: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dalla diversificazione. Lo status di impresa diversificata ha notevoli implicazioni sulla gestione dell'impresa, con rilevanti potenziali costi e benefici che possono alterare la consistenza del cash holdings. Da un lato, nelle imprese diversificate si può creare un mercato interno dei capitali (Stein 1997), in grado di ottimizzare la gestione dei fabbisogni finanziari fra divisioni. Inoltre, la minore volatilità dei flussi di cassa, unitamente a processi di reciproca assistenza finanziaria fra divisioni, riduce la rischiosità aziendale e, attraverso il cosiddetto effetto *coinsurance*, un eventuale richiesta di credito nel mercato dei capitali esterno risulta essere facilitata (Shin, Park 1999; Khanna, Palepu 1997;

Lewellen 1971). In particolare, le imprese che diversificano in settori ben differenti dall'originario *core business* (imprese *unrelated diversified*), godono in maniera piena delle sinergie finanziarie connesse alla diversificazione. In tal modo, le imprese diversificate, soprattutto quelle *unrelated*, si mostrano meno *financially constrained* rispetto a imprese focalizzate su un unico *core business*. Per tali imprese, di conseguenza, gli aspetti positivi derivanti dal cash holdings potrebbero ridursi a causa di un effetto sostituzione.

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

H.7: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata da shock macroeconomici. I benefici del cash holdings possono essere molto rilevanti in periodi in cui si verificano shock macroeconomici. Infatti, per molte imprese, il finanziamento esterno diventa troppo costoso e/o problematico da ottenere a causa della difficoltà di accesso nei mercati finanziari. Pertanto, le imprese tendono ad aumentare le consistenze di cassa in modo da evitare di dover dipendere dalla raccolta di capitali nei mercati esterni in situazioni di crisi/recessione. Adjei (2011), confrontando i rendimenti delle imprese nell'anno 2008, osserva che le performance aziendali diminuiscono significativamente dopo l'inizio della crisi. Il calo maggiore delle performance si registra in imprese con basse riserve di liquidità o con elevato debito a breve scadenza, in imprese *financially constrained* oppure in imprese che operavano in settori dipendenti da finanziamenti esterni. La presenza di riserve di liquidità aiutano le imprese a mantenere posizioni finanziarie sane e ridurre la probabilità di fallimento durante la crisi finanziaria. Durante una crisi finanziaria, le imprese osservano la diminuzione dei cash flow e, quindi, per finanziare i propri progetti di investimento potrebbero fare ricorso alle riserve di cassa e/o sottoscrivere nuovo debito oppure emettere equity per salvaguardare gli equilibri aziendali. Ad esempio, Duchin *et al.* (2010) riscontrano quale conseguenza di shock negativi nell'offerta di *external funding* rilevanti riduzioni

negli investimenti proprio in imprese con basse riserve di liquidità aziendale. Faulkender, Wang (2006), Acharya *et al.* (2007), Denis, Sibilkov (2010) e Fresard (2010) forniscono evidenze empiriche che mostrano i benefici del cash holdings quando le imprese si trovano ad affrontare shock negativi sul mercato finanziario. Pertanto, se le condizioni economiche nel mercato esterno determinano un aumento nel costo delle risorse esterne oppure razionamento del capitale, con un'ampia forbice fra costo delle risorse esterne rispetto a quelle interne⁹, si creano difficoltà finanziarie rilevanti per quelle imprese che non dovessero avere fondi interne disponibili. In virtù di tali considerazioni, la relazione fra cash holdings e performance è significativamente moderata dalla recente crisi finanziaria quale proxy di shock macro-economici.

H.8: La relazione fra cash holdings e valore d'impresa è moderata dallo sviluppo del sistema finanziario. Negli ultimi anni, l'interesse accademico per il ruolo che il sistema finanziario può svolgere nel processo di crescita, sia in contesti in via di sviluppo che nei paesi industrializzati, è aumentato considerevolmente. Rajan, Zingales (2001) sostengono che il sistema finanziario abbia una propria identità, connessa al sistema legale e di enforcement, in grado di per sé di offrire una serie di servizi essenziali a supporto dello sviluppo economico delle imprese. I due autori osservano come i servizi offerti da un sistema finanziario, indipendentemente basato sul funzionamento degli intermediari finanziari o del mercato, abbiano un ruolo di influenza fondamentale a supporto della crescita industriale di un paese¹⁰. Ulteriormente, in presenza di un contesto istituzionale inefficiente, con un mercato finanziario poco sviluppato, il basso livello di tutela degli investitori crea pericolose situazioni di opportunismo (Djankov *et al.* 2008). Nei paesi in cui i sistemi giuridici riescono a far rispettare i diritti di proprietà privata, supportano gli accordi contrattuali dei privati e proteggono i diritti legali degli investitori, i risparmiatori sono più disposti a finanziare i privati e i mercati fioriscono. Un sistema finanziario più sviluppato fornisce sostegno finanziario alle imprese in modo più efficiente e provvede ad ulteriore controllo sul comportamento opportunistico da parte del management. Kalcheva, Lins (2007) e Dittmar, Mahrt-Smith (2007) riscontrano un valore del cash stock inferiore in paesi in cui la protezione per gli investitori è bassa. Anche Pinkowitz *et al.* (2003), esaminando il valore delle imprese che detengono attività liquide, arrivano alla conclusione che le disponibilità di cassa detenute dalle imprese nei Paesi con istituzioni poco sviluppate contribuiscono

⁹ Alcuni studi suggeriscono che il wedge fra costo delle risorse esterne vs interne aumenta durante periodi di recessione e si riduce durante periodi di espansione economica (Gertler, Hubbard 1989; Lamont 1997).

¹⁰ Rajan, Zingales (2001), documentando la presenza di una rilevante relazione di causa-effetto fra tipi e qualità dei servizi offerti dal sistema finanziario e sviluppo economico, sottolineano la necessità di ulteriori ricerche empiriche su tale tema.

notevolmente a determinare un valore inferiore delle azioni rispetto alle attività liquide detenute dalle imprese nei paesi con istituzioni migliori. Faulkender, Wang (2006) evidenziano che il valore del cash holdings diminuisce per miglioramenti nell'accesso al credito.

2.3. Dati e Metodologia

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

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

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

Un dettaglio delle variabili utilizzate, sia per misurare effetti diretti che per apprezzare la rilevanza delle moderazioni, sono riportate nell'appendice 2. Come variabile dipendente nello studio vi è utilizzato il ROA, quale proxy delle performance d'impresa, misurato dal rapporto fra risultato operativo e totale attivo. Dato che in Italia, più che in altri paesi europei, il mercato azionario ha una rilevanza marginale e poche sono le imprese quotate, è stata considerata una misura contabile di performance, in modo da poter considerare un più ampio campione di imprese (Dittmar, Mahrt-Smith 2007; Fresard 2010). Considerato che la performance operativa può essere influenzata dal settore di appartenenza, si usa una misura corretta per il settore di appartenenza, *industry adjusted roa* (secondo la tassonomia di Pavitt); ciò permette di esaminare le performance a prescindere da qualsiasi fattore a livello settoriale che possa influenzare il risultato operativo. È probabile che il cash holdings potrebbe offrire un vantaggio competitivo superiore in alcuni settori rispetto ad altri. Come riportato da Faraci, La Rocca (2011) e suggerito da Slater, Zwirlein (1992), le imprese non dovrebbero essere in grado di realizzare un Roa superiore alla media nel loro settore, se non si detiene un vantaggio competitivo. Pertanto, il Roa rappresenta una linea-guida della capacità aziendale di creare valore (Varaiya *et al.* 1987) e il Roa industry-adjusted viene usato tradizionalmente per approssimare il potere di mercato dell'impresa (Bettis 1981). Nello specifico, la misura di performance operativa viene corretta sottraendo dal valore dell'indicatore, per ogni impresa e per ogni anno di osservazione, il valore medio per le imprese che appartengono allo stesso settore.

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

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

In merito ai fattori di moderazioni, molteplici sono i criteri applicati in modo da testare le ipotesi di ricerca. Da un punto di vista empirico, al fine di verificare l'effetto del debito viene utilizzata una variabile di interazione tra cash holdings e una dummy pari a 1 se l'impresa ha un elevato livello di indebitamento (in base al valore mediano). Per verificare se la relazione fra cash holdings e performance è moderata dall'esistenza di un controllo familiare, viene inserita nel modello una variabile d'interazione il cash holdings e una dummy famiglia, pari a 1 in caso di imprese a controllo familiare¹¹. Per testare se la relazione fra cash holdings e valore è moderata dalla presenza di investitori istituzionali nel capitale di rischio, viene considerata una variabile d'interazione fra il cash holdings e una dummy pari a 1 in caso di impresa con al suo interno investitori istituzionali.

¹¹ Un'impresa per qualificarsi come impresa di famiglia, deve soddisfare almeno uno dei seguenti due criteri: a) il fondatore e/o membri della famiglia devono detenere più del 25% delle azioni, oppure b) se la famiglia fondatrice possiede meno oltre il 25% delle azioni, la famiglia deve essere rappresentata nel Consiglio di Amministrazione o nel Consiglio di Sorveglianza.

Per indagare la rilevanza di problemi di *financial constraint* viene applicato l'indice Whited, Wu (2006). Si tratta di un indice costruito attraverso l'applicazione della seguente formula: $- 0.091 \times CF - 0.062 \times DIVPOS + 0.021 \times TLTD - 0.044 \times LNTA + 0.102 \times ISG - 0.035 \times SG$. Deriva dalla combinazione lineare di sei fattori: CF è il rapporto tra il flusso di cassa e il totale dell'attivo; DIVPOS è un indicatore che assume il valore di uno se l'impresa paga dividendi, TLTD è il rapporto tra il debito a lungo termine e il totale dell'attivo, LNTA è il logaritmo naturale del totale delle attività, ISG è la percentuale della crescita delle vendite del settore in cui opera l'impresa, SG è percentuale della crescita delle vendite dell'impresa. Valori elevati dovrebbero identificare imprese vincolate finanziariamente. Seguendo la metodologia utilizzata da Almeida *et al.* (2004), è stato suddiviso il campione in due gruppi di imprese (*financially constrained* vs *financially unconstrained*), a seconda dei valori assunti dall'indice di Whited, Wu (2006). In particolare, per misurare tale effetto di moderazione viene usata una variabile di interazione fra il cash holdings e una dummy pari a 1 per imprese *constrained* che presentano un valore elevato dell'indice di Whited-Wu (superiore ai primi due decili), altrimenti zero.

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

Inoltre, per misurare l'effetto dello sviluppo del sistema finanziario sulla relazione fra liquidità e performance, si considera l'interazione tra il cash holdings e una variabile dummy riforma bancaria pari a 1 per gli anni successivi 1990, vale a dire quando è stata attuata la riforma del sistema bancario. L'attuale fisionomia del sistema bancario e finanziario è il frutto di un complesso processo che ne ha modernizzato la struttura e lo ha condotto a una piena integrazione nei maggiori mercati internazionali. Le tappe principali di tale lungo percorso sono state l'introduzione del Testo Unico della banca e della finanza e le privatizzazioni, con un intenso processo di consolidamento e la progressiva apertura all'estero del sistema. Inoltre, vengono inserite delle misure del livello di sviluppo del mercato finanziario. Una prima misura, sempre con riferimento al ruolo del sistema bancario in Italia, considera l'interazione tra il cash holdings e una

variabile di sviluppo bancario, calcolata come rapporto fra credito privato delle banche e altri istituti finanziari su PIL. Ulteriormente, per misurare lo sviluppo del mercato azionario, sostanzialmente poco sviluppato rispetto non solo a quello americano, ma anche in confronto ad altri paesi europei, si utilizza una variabile di sviluppo del mercato, calcolata come rapporto fra capitalizzazione di mercato e PIL.

2.4. Campione oggetto di analisi e statistiche descrittive

Un'analisi descrittiva delle variabili permette di comprenderne caratteristiche e attributi principali, fornendo un supporto fondamentale per l'interpretazione delle relazioni risultanti attraverso l'uso di regressioni. La tabella 2.1 fornisce informazioni sulle principali caratteristiche statistiche delle variabili utilizzate nell'analisi.

Tabella 2.1: statistiche descrittive

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

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

La tabella 2.2 mostra il livello di correlazione tra le variabili utilizzate nell'analisi econometrica.

Tabella 2.2: correlazioni

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

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

2.5. Relazione fra cash holdings e valore

2.5.1. Cash holdings e valore: risultati empirici

Nel presente paragrafo vengono descritti i risultati dell'analisi empirica sulla relazione fra cash holdings e valore. La tabella 2.3 riporta i risultati dell'analisi di regressione senza l'utilizzo dei moderatori, in modo da apprezzare il segno e l'intensità del legame fra cash holdings e performance d'impresa. Considerando che stime basate sui minimi quadrati (OLS) potrebbero risultare distorte e per evitare problemi di eterogeneità, viene applicata un robust fixed effect panel model¹². Inoltre,

¹² In generale, il test di specificazione di Hausman suggerisce di preferire il modello *fixed-effect* a quello *random-effect*.

viene applicata la tecnica GMM per testare quanto robusti possano essere i risultati rispetto ad eventuali problemi di endogeneity¹³. In particolare viene considerato il c.d. System GMM (SYS-GMM) di Arellano, Bover (1995) e Blundell, Bond (1998). Utilizzando tale tecnica, si tiene conto dei suggerimenti forniti da Roodman (2007 e 2009).

Tabella 2.3: risultati sull'effetto del cash holdings sulle performance di impresa

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

Note: la tabella riporta i risultati di regressioni FE, OLS pooled e GMM, in cui la variabile dipendente è una misura di performance industry adjusted (adj_roa). Le variabili sono descritte nell'appendice 2. Le dummy temporali e le dummy relative al settore di appartenenza sono incluse nel modello. Fra parentesi sono riportati gli standard error robust. (*), (**) e (***) indicano la significatività statistica di ciascun coefficiente a un livello del 10%, del 5% e dell'1%, rispettivamente.

¹³ È stata utilizzata la variabile dipendente laggata da t-1 a t-2 e come endogeni le variabili che con molta probabilità sono simultaneamente determinante con le performance (cash holding, size, leverage e growth opportunity) laggate da t-2 a t-3. Inoltre, le dummy settore e anno sono anche utilizzate come strumenti, in modo da tenere sotto controllo la presenza di effetti macroeconomici. Le restanti variabili sono state considerate esogene.

I risultati del *fixed-effect model* sono riportati nella tabella 2.3 colonne (1), (2) e (4), mentre la colonna (3) riporta i risultati OLS. I precedenti risultati sono confermati nella tabella 2.3 colonna (5) applicando il modello GMM. In tale ultimo caso, le assunzioni chiavi risultano verificate. Per prima cosa, la statistica Hansen J verifica l'assenza di correlazione tra strumenti e termine d'errore. Pertanto, gli strumenti usati sono validi. Inoltre, la statistica AR(2), sviluppata da Arellano e Bond (1991) mostra la mancanza di problemi di correlazione seriale di secondo ordine.

I risultati ottenuti attraverso lo stimatore fixed effect (tabella 2.3 colonna (1)), in linea con le aspettative, rivelano un effetto positivo del cash holdings sulle performance d'impresa, in quanto la variabile principale oggetto dello studio risulta essere statisticamente significativa. La colonna (2) della tabella 2.3 riporta i risultati della relazione non-lineare tra cash holdings e valore; viene confermata la rilevanza di un effetto positivo e monotono.

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

Inoltre, come *robustness* vengono impiegati metodi di stima alternativi. Applicando il modello OLS pooled (colonna (3) tabella 2.3), i risultati sono qualitativamente identici e non modificano le conclusioni a cui si è giunti, soprattutto in merito all'effetto positivo del cash holdings. L'unica differenza riscontrabile è nella perdita di significatività della variabile *size*.

Considerando che la misura di performance utilizzata, corretta per le specificità settoriali, potrebbe influenzare i risultati ottenuti, viene considerato direttamente il ROA (colonna (4) tabella 2.3). Anche in questo caso, i risultati rimangono qualitativamente invariati, confermando l'effetto positivo del cash holdings sul valore d'impresa.

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

2.6. Effetti di moderazione fra cash holdings e valore

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

La successiva tabella 2.4 mostra il riscontro empirico e la relativa significatività statistica con riferimento alla relazione fra cash holdings e performance condizionata da variabili intervenienti. In particolare, nella colonna (1) della tabella 2.4 sono riportati i risultati inserendo tutte le variabili di moderazioni in un unico modello. Nelle successive colonne sono riportati i risultati considerando singolarmente per ogni variabile interveniente. In generale, osservando il cambiamento nell' R^2 si osserva una maggiore varianza spiegata, seppur in maniera contenuta, grazie all'introduzione nel modello dei moderatori *firm-specific* pari a 0.02 (p -value 0.02). Si nota come sia soprattutto l'introduzione dell'interazione con la dummy *financial constraint* ad aumentare la variabilità spiegata.

Tabella 2.4: risultati sul ruolo dei fattori firm-specific di moderazione sulla relazione fra cash holdings e performance di impresa

Variabili	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	FE Adj_Roa	FE Adj_Roa	FE Adj_Roa	FE Adj_Roa	FE Adj_Roa	FE Adj_Roa	FE Adj_Roa
Cash holdings	0.024*** (0.009)	0.028** (0.013)	-0.018 (0.021)	0.013 (0.014)	0.086*** (0.019)	0.013 (0.018)	0.035*** (0.010)
D_High Debt	-0.014 (0.015)	-0.007 (0.004)					
D_High Debt × Cash holdings	0.005 (0.020)	0.007 (0.027)					
D_Family	-0.025** (0.012)	-0.028** (0.013)	-0.029** (0.011)	-0.031** (0.013)	-0.030** (0.014)	-0.027* (0.013)	-0.037** (0.016)
D_Family × Cash holdings	0.051*** (0.016)		0.065*** (0.024)				
D_Institutional Investor	0.013 (0.022)	0.007 (0.019)	0.009 (0.013)	0.008 (0.010)	0.005 (0.018)	0.011 (0.022)	0.010 (0.013)
D_Institutional Investor × Cash holdings	0.032** (0.014)			0.051** (0.022)			
D_Unlisted firms	0.011*** (0.001)	0.009* (0.005)	0.008 (0.010)	0.007 (0.008)	0.016*** (0.005)	0.010* (0.004)	0.012* (0.006)
D_Unlisted firms × Cash holdings	-0.132*** (0.035)				-0.095*** (0.023)		
D_Diversified firms	-0.001 (0.006)	-0.002 (0.005)	-0.002 (0.004)	-0.002 (0.004)	-0.002 (0.004)	-0.005 (0.006)	-0.004 (0.007)
D_Diversified firms × Cash holdings	0.011 (0.003)					0.029 (0.021)	
D_Constrained firms	0.044*** (0.015)	0.038*** (0.010)	0.042*** (0.013)	0.030*** (0.011)	0.036*** (0.008)	0.041*** (0.012)	0.028*** (0.004)
D_Constrained firms × Cash holdings	0.039*** (0.013)						0.027*** (0.009)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819	2,819
R-squared	0.145	0.111	0.113	0.115	0.110	0.114	0.138
Number of ID	253	253	253	253	253	253	253

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

I risultati presentati nella tabella 2.4 non confermano l'ipotesi H.1, in quanto il coefficiente della variabile di interazione inerente l'indebitamento non risulta statisticamente significativo ($\beta = 0.005$, $s.e. = 0.020$). Pertanto, i risultati mostrano che, la presenza di un alto debito nelle imprese, non cambia l'effetto del cash holdings sulle performance. In merito al ruolo del debito, potrebbe essere importante approfondire in future ricerche il ruolo di tale variabile investigando il potenziale impatto di problemi di *risk shifting* e *debt overhang*. Allo stesso modo, risulta non statisticamente

significativo il ruolo del cash holdings fra imprese focalizzate e diversificate. Infatti, i risultati inerenti l'interazione fra cash holdings e diversificazione non supportano l'ipotesi *H.6* ($\beta = 0.011$, *s.e.* = 0.003). Lo status di impresa diversificata non modifica l'effetto del cash holdings sulle performance.

In merito al ruolo della famiglia si conferma l'importanza dell'ipotesi *H.2*, in quanto il coefficiente della variabile di interazione è positivo e statisticamente significativo ($\beta = 0.051$, *s.e.* = 0.016). Nel contesto imprenditoriale italiano, il controllo familiare all'interno delle imprese rappresenta un aspetto cruciale. I risultati suggeriscono che la presenza di una famiglia al controllo rafforza il rapporto tra consistenze di cassa e performance d'impresa. La famiglia, azionista di controllo, piuttosto che utilizzare la loro posizione dominante per accumulare opportunisticamente denaro, a scapito delle performance aziendali, impiega il cash per salvaguardare l'efficienza della gestione e sostenere le prestazioni aziendali. Ulteriormente, l'effetto della detenzione di liquidità sulle performance dipende dalla presenza nel capitale dell'impresa di investitori istituzionali, a conferma dell'ipotesi *H.3*. Tali investitori istituzionali amplificano l'impatto positivo del cash holdings sulle performance ($\beta = 0.032$, *s.e.* = 0.014). La partecipazione al capitale di rischio degli investitori istituzionali, i quali sono generalmente interessati a un rapido aumento del valore dell'impresa, può dirimere potenziali conflitti tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza.

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

La tabella 2.5 mostra l'evidenza empirica riguardante il rapporto tra cash holdings e performance, moderata da variabili istituzionali. Nella colonna (1) della tabella 2.5 sono riportati i risultati mettendo tutte le variabili di moderazioni in un unico modello. Nelle successive colonne sono riportati i risultati considerando singolarmente per ogni variabile interveniente. In generale, non si osserva un cambiamento statisticamente significativo nell' R^2 successivo all'introduzione nel modello dei moderatori istituzionali, mostrando un valore inferiore a 0.01 (*p-value* 0.17).

Tabella 2.5: risultati sul ruolo dei fattori istituzionali di moderazione sulla relazione fra cash holdings e performance di impresa

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

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

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

I risultati presenti nella tabella 2.5, relativi all'interazione fra cash holdings e le dummy anno, con riferimento al periodo di crisi finanziaria, evidenziano la rilevanza della detenzione di liquidità. Imprese con riserve di liquidità hanno avuto una superiore capacità di sostenere le performance aziendali in tale periodo. In periodi di crisi in cui le imprese vedono ridursi il loro giro di affari e assistono ad una conseguente diminuzione dei profitti, il cash stock si conferma uno strumento valido e alternativo, come affermato dalla motivazione precauzionale, alle risorse monetarie provenienti dai mercati finanziari. Per cui, avere delle riserve di cassa consente alle imprese di avere un buffer finanziario che permette loro di sostenere progetti di investimento che altrimenti si

perderebbero, considerate le difficoltà di accesso al mercato dei capitali esterno. In particolar modo negli anni dal 2008 al 2010 la detenzione di liquidità ha avuto un impatto ancora più positivo che in passato sulle performance. Detenere cash stock è stato molto importante nel 2008 e nel 2009, anni di profonda crisi, e poi di meno nel 2010, fino a che nel 2011 non è stata rilevata più differenza con gli anni precedenti al 2008.

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

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

2.7. Conclusioni

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

2013; O'Brien, Folta 2009). Di natura opposta altre evidenze, concordanti con la teoria dell'agenzia, che sottolineano un impatto negativo del cash holdings sulle performance (Luo, Hachiya 2005; Kalcheva, Lins 2007; Oler, Waagelein 2011). Una spiegazione dei differenti effetti del cash holdings sul valore d'impresa può essere data da differenze nelle caratteristiche delle imprese oggetto di analisi, così come del diverso contesto istituzionale in cui esse operano. Ad esempio, sebbene gli attuali processi di integrazione finanziaria fra nazioni e la diffusione di *best practise* e di principi di *corporate governance* abbiano facilitato l'accesso al credito rispetto al passato, la presenza di problemi di *financial constraints* e di opportunismo esercitano un'influenza notevole nelle politiche di cash holdings. Elevati vincoli finanziari aumentano l'importanza del motivo precauzionale nella detenzione di liquidità aziendale, mentre una qualità inferiore della corporate governance potrebbe portare a superiori problemi di agenzia.

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

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

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

Lo studio ha analizzato la relazione fra liquidità e performance introducendo alcune variabili di interazione facenti riferimento a caratteristiche *firm-specific*, nonché fattori inerenti il contesto istituzionale. Si tratta di variabili intervenienti sulla relazione oggetto d'analisi che potrebbero influenzare il segno e il grado della relazione. L'analisi dei fattori di moderazione presente nel contributo di ricerca, appare originale nel fornire una nuova chiave interpretativa sui contrastanti

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

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

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

Nelle imprese *financially constrained*, la detenzione di liquidità supporta le performance dell'impresa. I benefici connessi alla liquidità sono in grado di ridurre problemi di *financial constraints*, sostenendo percorsi di crescita e sviluppo aziendale difficilmente realizzabili senza avere reali possibilità di accesso ai finanziamenti derivanti dai mercati dei capitali. I risultati

confermano quanto già ipotizzato, ossia che le giacenze di cassa permettono a imprese *financially constrained* di poter intraprendere progetti profittevoli che altrimenti sarebbero state opportunità perse. Tali imprese adottano politiche di ritenzione di cash al fine di mitigare gli effetti negativi derivanti da problemi di *financial constraints*.

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

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

CAPITOLO TERZO

RELAZIONE FRA CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE E CASH HOLDINGS

3.1. Introduzione

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

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

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

In accordo con Keynes (1936), la letteratura corrente sulle disponibilità liquide sottolinea due principali motivi per la detenzione di contante: il motivo precauzionale e quello dei costi di transazione. Il primo suggerisce la detenzione di liquidità per far fronte a eventi imprevisti. Allo

stesso tempo, la disponibilità di denaro permette alle imprese di cogliere opportunità di investimento redditizie, che altrimenti potrebbero essere perse a causa della mancanza di risorse finanziarie. In base al secondo, invece, le imprese detengono asset liquidi per meglio affrontare e superare i momenti di difficoltà finanziaria quando l'accesso al mercato dei capitali è costoso. Il possesso di liquidità mira a ridurre i costi di transazione derivanti dai finanziamenti esterni e a soddisfare contingenze impreviste che altrimenti potrebbero, al fine di reperire risorse monetarie, provocare cessione di rami di attività (Bernstein 1994; Han, Qiu 2007).

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

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

Tutte queste ragioni hanno fortemente contribuito a determinare una attenzione crescente verso lo studio della tematica inerente il *cash holdings* nelle imprese, mostrando parere unanime su come le decisioni inerenti le quantità di liquidità da detenere in cassa rappresentano dei momenti cruciali per gli effetti che potrebbero determinare in una impresa.

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

Smith (2007), documentano che gli azionisti attribuiscono un valore inferiore alle riserve di liquidità quando nelle imprese vi sono elevati problemi di agenzia.

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

Un aspetto che sta guadagnando crescente attenzione da parte degli studiosi di corporate governance riguarda lo studio delle caratteristiche che il Consiglio di Amministrazione dovrebbe possedere al fine di garantire un controllo efficiente sull'operato del management e un valido supporto al processo decisionale dell'impresa (Hermalin, Weisbach 2003; Stiles, Taylor 2002; Zattoni 2006). Il corretto adempimento di queste principali mansioni può influire sulla bontà del sistema di governance aziendale, creando le condizioni ideali affinché possa si operare in equilibrio tutelando i diritti di tutti gli azionisti.

Lo scopo di questo studio è quello di indagare l'impatto della composizione del Consiglio di Amministrazione sulle disponibilità liquide nelle imprese italiane quotate. Ci si è particolarmente concentrati sulle caratteristiche del *board of directors* che hanno dimostrato essere capaci di influenzare la qualità del monitoraggio da parte dell'organo governativo, vale a dire, *chief executive officer duality* (Amministratore Delegato è anche il presidente del Consiglio di Amministrazione), presenza di consiglieri indipendenti, così come la dimensione del Consiglio di Amministrazione, il grado di impegno dei suoi membri e la diversità di genere presente in consiglio (consiglieri donne nel Consiglio di Amministrazione).

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

In particolare, la presenza di consiglieri indipendenti e *busy directors* sembra essere in grado di diminuire l'accumulo di disponibilità liquide. I primi, essendo nella maggior parte dei casi espressione delle minoranze azionarie, mettono in atto un efficace monitoraggio delle azioni manageriali e riescono pertanto a ridurre la liquidità che altrimenti potrebbe essere gestita

discrezionalmente dai manager. I secondi invece, potendo avvalersi dei maggiori esperienze nei *boards* aziendali, hanno delle pregevoli competenze che permettono loro sia di effettuare un costante controllo del management, ma allo stesso tempo, grazie alle molteplici relazioni su cui possono contare, possono aiutare l'impresa ad avere un migliore accesso ai mercati esterni del credito, determinando in ambo i casi una riduzione della liquidità. Contrariamente alle aspettative, la presenza di consiglieri donne non determina una riduzione della consistenze di cassa, bensì un aumento. Questo risultato può essere collegato al minore rischio che viene riconosciuto ai soggetti femminili, i quali potrebbero voler detenere maggiori risorse interne per scopi precauzionali. Infine, la dimensione del CdA e la presenza di CEO duality non sembrano essere in grado di influenzare le decisioni sulle politiche di conservatorismo finanziario.

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

L'Italia è un paese fortemente caratterizzato dalla presenza di imprese controllate da famiglie e/o da una proprietà concentrata nelle mani di pochi soggetti che detengono la piena maggioranza del pacchetto azionario e da un contesto istituzionale in cui si rileva una debole protezione degli investitori. Pertanto, si ritiene che la presenza di alcune caratteristiche di corporate governance potrebbero avere importanti implicazioni per quanto riguarda il comportamento manageriale nel determinare le riserve di liquidità da detenere.

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

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

3.2. Letteratura e ipotesi di ricerca

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

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

Nonostante ciò, essere un'impresa con liquidità in eccesso non è sempre garanzia di buona gestione. Considerato che le disponibilità liquide possono essere impiegate in maniera discrezionale dal management d'impresa, il possesso di una quantità superiore a quella strettamente necessaria per lo svolgimento delle normali attività di impresa può determinare comportamenti manageriali a sfondo opportunistico e una gestione inefficiente delle risorse aziendali. In alcuni casi, infatti, le consistenze di cassa vengono impiegate, da amministratori che privilegiano investimenti rivolti ad accumulare benefici personali, in progetti di investimento a VAN negativo, a scapito di operazioni aziendali che prevedono utilità per tutti gli azionisti (Jensen, 1986). Secondo questa prospettiva, ingenti riserve di cassa possono condurre il management a definire strategie operative finalizzate ad incrementare la sua ricchezza personale.

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

Studi precedenti documentano, anche se con risultati controversi, l'importanza del ruolo svolto dalla governance nelle imprese con elevate quantità di cassa. Da una parte ci sono studi che

dimostrano come il Consiglio di Amministrazione può assumere un ruolo chiave nel moderare i conflitti di interesse tra manager e azionisti. Dall'altra invece, le ricerche empiriche non evidenziano una particolare rilevanza nel rapporto tra corporate governance e liquidità aziendale.

Iona *et al.* (2004) analizzano le determinanti del *cash holdings* nelle imprese del Regno Unito. I loro risultati suggeriscono che la liquidità è positivamente correlata alla concentrazione della proprietà e alla quantità di azioni detenute dagli amministratori esecutivi presenti nel Consiglio di Amministrazione dell'impresa. Pertanto, la composizione del *board* influenza la probabilità delle imprese di detenere cospicue riserve di liquidità. Kusnadi (2011), utilizzando un campione di 230 imprese di Singapore, documenta che la dimensione e la presenza di consiglieri indipendenti esterni all'impresa influenzano significativamente il livello del *cash holdings*. Drobetz, Gruninger (2007), trovano una relazione positiva tra *CEO duality* e consistenze di cassa, ma allo stesso tempo non rilevano significatività fra la dimensione del CdA e le riserve di cassa. Kalcheva, Lins (2007) nel loro studio volto ad esaminare costi e benefici derivanti dalla liquidità nelle imprese, mostrano come le imprese a controllo familiare detengono maggiori livelli di liquidità. Nelle imprese canadesi, invece, la coesistenza nella medesima persona del ruolo di amministratore delegato e presidente del Consiglio di Amministrazione, insieme a una maggiore dimensione del *board*, determinano un aumento delle riserve liquide (Gill, Shah 2012). Luo, Hachiya (2005) documentano che abbondanti riserve di cassa conducono a problemi di agenzia e le caratteristiche di corporate governance influiscono sulla relazione negativa tra le consistenze di cassa e valore d'impresa. Al contrario, Opler *et al.* (1999) non trovano sostegno all'ipotesi secondo cui la presenza della proprietà negli organi di gestione delle imprese statunitensi impatta sulla quantità di consistenze di cassa. Ozkan e Ozkan (2004) indagano le determinanti del *cash holdings* per un campione di imprese del Regno Unito, ma non evidenziano rilevanza alcuna nella relazione tra consistenze di cassa e presenza di amministratori non esecutivi e *CEO duality* nel CdA.

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

Le argomentazioni esposte evidenziano il ruolo chiave ricoperto dal Consiglio di Amministrazione nel definire la quantità di risorse liquide da detenere nell'impresa, nel limitare l'uso discrezionale da parte del management aziendale e nel mitigare i costi di agenzia derivanti dal

possesso di una quantità eccessiva di denaro contante. In generale, dall'analisi della letteratura prevale la tesi che imprese con strutture di governance più deboli e scarsa tutela dei diritti degli azionisti sono implicate in maggiori problemi di agenzia e la presenza di un Consiglio di Amministrazione efficace, può aiutare ad evitare comportamenti opportunistici da parte dei manager, determinando l'allineamento degli obiettivi del management con quelli degli *stakeholder* aziendali.

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

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

H1: I livelli di cash holdings sono più elevati nelle imprese in cui l'amministratore delegato è anche il presidente del Consiglio di Amministrazione. La condizione di CEO duality si verifica quando confluiscono nella medesima persona sia l'incarico di amministratore delegato che quello di presidente del Consiglio di Amministrazione (Rechner, Dalton 1991).

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

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

Gli azionisti, in particolar modo quelli di minoranza, soffrono la mancanza della separazione del potere di gestione da quello decisionale e di controllo che, a sua volta, determina un aumento dei costi di agenzia per l'impresa (Fama, Jensen 1983; Rechner, Dalton 1991). La struttura a doppia carica permette anche al CEO di filtrare le informazioni da rendere disponibili agli altri membri del consiglio, impedendo in tal modo un controllo efficace (Jensen, 1993). In aggiunta, un amministratore delegato che è anche il presidente del CdA detiene l'ultima parola in merito alla nomina degli amministratori (Shivdasani, Yermack 1998). Pertanto, il CEO-Chairman è più propenso a nominare soggetti fidati che, con tutta probabilità, daranno vita ad una debole opposizione. Coticché il Consiglio di Amministrazione risulta essere meno efficace nel limitare la discrezionalità manageriale delle risorse aziendali, soprattutto per quanto riguarda l'utilizzo della liquidità. Drobetz, Grüninger (2006), trovano ingenti disponibilità di cassa quando l'amministratore delegato serve in contemporanea il board come presidente, suggerendo anch'egli un aumento dei problemi di agenzia in seno all'impresa.

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

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

H2: I livelli di cash holdings diminuiscono con l'indipendenza del Consiglio di Amministrazione. Secondo gli studiosi della teoria dell'agenzia, il ruolo principale del Consiglio di Amministrazione è quello di garantire una efficiente gestione dell'impresa che preveda un amministratore delegato imparziale che eserciti le proprie funzioni in modo da garantire unicamente

il miglioramento delle performance aziendali, senza causare espropri di valore nei confronti degli azionisti.

Dittmar, Mahrt-Smith (2007) verificano il ruolo della corporate governance nel mitigare i costi di agenzia e condizionare i risultati aziendali e trovano che le imprese in possesso di grandi riserve di liquidità e un debole governo societario dissipano denaro molto rapidamente rispetto a quelle ben governate causando una riduzione delle performance. Infatti, se l'impiego delle riserve di liquidità da parte del manager è scarsamente controllato, queste risorse sono suscettibili ad essere utilizzate per perseguire investimenti inutili (Jensen, Meckling 1976), per condurre operazioni di fusione e acquisizione non strategicamente valide e costruire imperi economici (Moeller, Schlingemann 2005), o semplicemente per trarre vantaggi personali a scapito del valore d'impresa (Yermack 2006).

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

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

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

H3: I livelli di cash holdings sono influenzati dalla presenza di consiglieri di amministrazione con altri incarichi. Negli ultimi anni gli studiosi di corporate governance hanno focalizzato le loro

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

La questione dei consiglieri che compongono numerosi consigli di amministrazione può essere analizzata secondo due punti di vista. Il primo, conosciuto come effetto di reputazione (Jiraporn *et al.*, 2009), prevede benefici per le imprese e fonda le proprie considerazioni sulla tesi che riconosce ai membri, che siedono contestualmente in più *boards*, lo status di eccellenti amministratori in grado di effettuare, grazie alla loro esperienza, un efficace monitoraggio del management e migliorare il processo decisionale del Consiglio di Amministrazione. Il secondo presuppone che gli amministratori "impegnati", tendono a dedicare meno tempo ad ogni singola impresa, compromettendo le loro responsabilità e trascurando i loro doveri soprattutto in tema di monitoraggio manageriale (Ferris *et al.*, 2003), creando così gravi problemi di agenzia e un peggioramento della consulenza aziendale (Lipton, Lorsch 1992).

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

Alcuni studiosi, tuttavia, sono più dubbiosi sulla considerazione che gli amministratori "impegnati" servano gli interessi degli azionisti e creano valore aggiunto per l'impresa. Core *et al.*, (1999) sostengono che tali amministratori possono diventare troppo impegnati e non sono in grado di monitorare in modo efficace il management aziendale contemporaneamente in molte imprese. Sulla loro stessa lunghezza d'onda, Jiraporn *et al.* (2009), evidenziano che gli amministratori "impegnati" hanno maggiori probabilità di essere assenti dalle riunioni delle imprese, rischiando di non poter prendere parte a decisioni strategiche. Shivdasani, Yermack (1999) sostengono che gli

amministratori impegnati possono determinare, a causa di un blando monitoraggio delle azioni dei manager, un incremento dei costi di agenzia che, a sua volta, si traduce in distruzione del valore d'impresa. Fich, Shivdasani (2006), confermano che l'aumento del numero degli amministratori impegnati conduce ad un calo di intensità del controllo sul management. Consigli di amministrazioni meno efficaci non sarebbero in grado di monitorare, controllare e valutare adeguatamente il comportamento di chi gestisce l'impresa, causando un utilizzo improprio delle riserve di liquidità con conseguente distruzione di valore dell'impresa (Jensen, Meckling 1976; Stulz 1990; Tufano 1998; Harford *et al.*, 2008).

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

H4: I livelli di cash holdings sono influenzati dalla dimensione del Consiglio di Amministrazione. Il Consiglio di Amministrazione è l'organo a cui compete, di concerto con l'amministratore delegato, la determinazione delle strategie aziendali e la predisposizione delle azioni che determinino la loro attuazione operativa. Allo stesso tempo, secondo Fama, Jensen (1983), è responsabile del monitoraggio dell'operato del management e di tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza. I membri del Consiglio di Amministrazione, in cooperazione tra loro, devono evitare il sorgere di conflitti fra manager e proprietà, indirizzando le decisioni nell'interesse dell'impresa.

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

Relativamente alla dimensione del board in letteratura si riscontrano due aspetti contrapposti: maggiore controllo manageriale *vs* rigido processo decisionale. Dal punto di vista della teoria dell'agenzia, si può sostenere che un Consiglio di Amministrazione più numeroso possa essere più vigile dell'operato dei manager, semplicemente perché un maggior numero di persone monitorerà le operazioni di gestione e i comportamenti manageriali. Il modello di Harris, Raviv (2006) suggerisce che board più grandi forniranno un monitoraggio ottimale in presenza di manager che operano in

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

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

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

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

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

H5: I livelli di cash holdings diminuiscono in presenza di donne nel Consiglio di Amministrazione. Considerate le numerose iniziative legislative che mirano ad incrementare il numero di donne nei consigli di amministrazione delle imprese pubbliche e private, la tematica riguardante la diversità di genere del Consiglio di Amministrazione è divenuta oggetto di studio da parte degli studiosi di tutto il mondo.

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

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

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

Numerosi studi (Adams, Funk 2010; Adams, Ferreira 2009; Rhode, Packel 2010; Carter *et al.*, 2003) ravvisano in un CdA eterogeneo una migliore capacità di monitorare il comportamento dei manager affinché agiscano nell'interesse degli azionisti. Essi basano le loro considerazioni sul fatto che un consiglio composto da soggetti con differenti background culturali è portatore di molteplici e diversi punti di vista, i quali contribuiranno, fra le altre cose, a rendere più minuziosa la vigilanza del management. Sotto questo aspetto, la presenza di consiglieri donne sembra avere un effetto molto simile a quello degli amministratori indipendenti (Adams, Ferreira 2009).

Uno dei conflitti più importanti tra manager e azionisti deriva dall'uso di free cash flow (Jensen 1986). Infatti, i manager anziché restituire la liquidità attraverso l'adozione di una politica

dei dividendi, possono investire i flussi di cassa in modo da non massimizzare la ricchezza degli azionisti. Byoun *et al.* (2011) mostrano che le imprese, con un Consiglio di Amministrazione in cui siedono consiglieri donne, sono più propense a pagare i dividendi rispetto a quelle senza membri femminili, pertanto la quota di liquidità delle imprese potrebbe ridursi, provocando anche la diminuzione dei costi di agenzia connessi con le consistenze di cassa (Watts 2003).

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

3.3. Modello empirico

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

$$CASH\ HOLDINGS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 LEVERAGE + \beta_3 MTBR + \beta_4 CF + \beta_5 TANGIBILITY + \beta_6 CFvol + \beta_7 BOARD + \alpha_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t}$$

La variabile dipendente dello studio è il *cash holdings*. In letteratura ci sono più modi per calcolare le riserve di cassa. Il metodo comune è quello di dividere, seguendo Ozkan e Ozkan (2004), liquidità e mezzi equivalenti sul totale delle attività. Per controllare gli effetti *firm-specific*, l'elaborato include le seguenti variabili di controllo: la dimensione dell'impresa, il livello di indebitamento, market to book ratio quale proxy per misurare le opportunità di crescita, i flussi di cassa, gli asset tangibili e la deviazione standard dei flussi di cassa come indice per stimare la loro volatilità.

3.3.1. Variabili di controllo

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

grandi hanno presumibilmente maggiori opportunità di crescita, le quali sono in grado di generare considerevoli flussi di cassa che permettono alle imprese di accumulare più denaro (Ozkan e Ozkan, 2004).

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

Growth opportunity, proxy per stimare le opportunità di crescita¹⁴, è misurata dal rapporto fra la somma algebrica del valore contabile delle attività meno il valore contabile del capitale più il valore di mercato del capitale e il valore contabile delle attività. I processi di crescita di un'impresa sono caratterizzati da certo grado di asimmetria informativa e, di conseguenza, le imprese con valori più alti di questa variabile potrebbero detenere più liquidità per evitare di incorrere in difficoltà finanziarie a causa dei costi più elevati a cui devono far fronte tali imprese. Dato che le maggiori opportunità di crescita implicano maggiori esigenze di finanziamento, la disponibilità di riserve di cassa all'interno di una impresa permette di evitare gli elevati costi dei finanziamenti esterni (Myers, Majluf 1984). Inoltre, poiché hanno numerosi progetti in cui investire, il rischio di incorrere in una carenza di liquidità è maggiore per le imprese con opportunità di crescita. Pertanto, esse preferiscono possedere più *cash* al fine di evitare situazioni in cui essi devono astenersi da investimenti redditizi perché non hanno disponibilità di risorse finanziarie. Queste argomentazioni suggeriscono una relazione positiva tra consistenze di cassa e opportunità di crescita.

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

Gli asset tangibili (*tangibility*) scaturiscono dal rapporto fra le immobilizzazioni materiali e il totale dell'attivo. Essi sono uno strumento importante per le imprese in quanto possono essere facilmente dismessi in caso di necessità e convertiti agevolmente in liquidità. Inoltre, le imprese con notevole ricchezza in attività materiali possono usarle come garanzia per l'emissione di debito

¹⁴ Smith, Watts (1992) e Stohs, Mauer (1996).

(Titman, Wessels 1988), di conseguenza hanno meno bisogno di detenere considerevoli riserve di cassa. Pertanto, ci si aspetta che le imprese con cospicui asset tangibili detengano livelli inferiori di liquidità.

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

3.3.2. Variabili di corporate governance

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

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

3.4. Campione e descrizione dei dati

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

Tabella 3.1: statistiche descrittive

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

La tabella 3.1 presenta le principali statistiche per il campione di imprese oggetto di analisi. La variabile principale dello studio, *cash holdings*, ha una media dell'11% e una mediana del 7,7% con una deviazione standard del 10,5%. Questi valori sono in generale in linea con quelli di altri studi che riguardano imprese italiane. Ad esempio, Bigelli, Sanchez-Vidal (2014) riferiscono che il valore medio del *cash holdings*, per le imprese private nel periodo 1996-2005, è del 10%. In termini di dati finanziari, l'impresa media del campione ha un patrimonio di circa 1,3 milioni di euro e una

percentuale di indebitamento di circa il 30%. I flussi di cassa generati rappresentano, in media, lo 0,5% degli asset, con una volatilità relativamente contenuta dello 0,003%. Con riferimento alle caratteristiche del board, i risultati mostrano che, in media, l'amministratore delegato è anche il presidente del Consiglio di Amministrazione nel 25% dei casi. La percentuale media di amministratori indipendenti nei consigli è del 38,6%. I consiglieri con più di tre incarichi in altri consigli di amministrazione oltre quello dell'impresa rappresentano, in media, il 34% di tutti gli amministratori. Il numero medio dei CdA italiani è compreso tra nove e dieci, indicando che in Italia le imprese tendono ad adottare *boards* relativamente piccoli. Infine, la presenza del genere femminile si attesta all'8,4% sul totale dei consiglieri. Questa percentuale, molto bassa soprattutto in confronto con i Paesi del Nord Europa, è aumentata considerevolmente in seguito all'approvazione della Legge 120/2011 sulle quote rosa che prevede la presenza delle donne all'interno dei board delle società quotate italiane. Infatti, tale media si attesta al 12,35% per il periodo 2011-2013 contro il 6,85% del periodo 2003-2010. Questi dati sono coerenti con quelli evidenziati da Minichilli (2014) nello studio riguardante la corporate governance delle imprese italiane.

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

Tabella 3.2: evoluzione struttura del Consiglio di Amministrazione nel periodo 2003-2013

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

Se, in riferimento alla presenza della condizione di CEO duality e alla dimensione del CdA, ci sono state variazioni impercettibili dal 2003 al 2013, lo stesso non si può affermare per quanto riguarda la partecipazione dei consiglieri indipendenti, degli amministratori con altri incarichi e la diversità di genere. Nei primi due casi si evidenzia, rispettivamente, un aumento di circa il 5% e una riduzione del 4%, a conferma del fatto che gli organi predisposti al controllo aspirano ad avere una struttura di governance più aperta agli azionisti di minoranza, strettamente collegati ai consiglieri indipendenti, e composta da consiglieri meno impegnati, che possano dedicare maggiore tempo alle problematiche dell'impresa. Per quanto riguarda i *female directors*, si osserva un sostanziale aumento delle quote rosa in seno al Consiglio di Amministrazione. Nel 2012 la presenza di donne nei *board* delle imprese quotate italiane è cresciuta dal 6.3% del 2003 all'11.3%. Nel 2013, ultimo anno di osservazione, tale percentuale arriva al 17%, registrando l'intervento di quasi il triplo di donne rispetto al 2003.

La tabella 3.3 riporta la matrice di correlazione fra le variabili.

Tabella 3.3: correlazioni

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

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

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

3.5. Relazione fra Consiglio di Amministrazione e Cash holdings

La tabella 3.4 presenta i risultati dell'analisi della relazione fra la composizione del Consiglio di Amministrazione e le riserve di liquidità, ottenuti attraverso l'applicazione di un fixed effect panel model¹⁵. La colonna (1), che rappresenta il modello di base dello studio, mostra i risultati

¹⁵ In generale, il test di specificazione di Hausman suggerisce di preferire il modello *fixed-effect* a quello *random-effect*.

dell'analisi di regressione basati su una misura di liquidità d'impresa (*cash holdings*), misurata dal rapporto fra disponibilità liquide ed asset facilmente liquidabili sul totale attivo (Ozkan, Ozkan 2004). Come *robustness*, facendo riferimento agli studi di Harford (2008), Dittmar, Mahrt-Smith (2007) e Opler (1999), nelle colonne (2-4) è stato modificato il metodo di calcolo della variabile dipendente. I risultati sono qualitativamente identici e non modificano le conclusioni a cui si è giunti. L'unica differenza riscontrabile è nella perdita di significatività nella colonna (4) della variabile *female directors*.

Inoltre, dato che le variabili relative all'impresa difficilmente possono essere considerate come strettamente esogene, viene applicata la tecnica GMM per testare quanto robusti possano essere i risultati rispetto ad eventuali problemi di endogeneity¹⁶. In particolare viene considerato il *Generalized Method of Moment* di Arellano e Bond (1991), dove tutte le variabili indipendenti vengono considerate endogene e i loro valori ritardati sono usati come strumenti.

¹⁶ È stata utilizzata la variabile dipendente laggata da t-1 a t-2 e come endogene tutte le variabili indipendenti, che con molta probabilità sono simultaneamente determinante con la liquidità laggate da t-1 a t-3. Inoltre, le dummy anno sono anche utilizzate come strumenti, in modo da tenere sotto controllo la presenza di effetti macroeconomici.

Tabella 3.4: risultati sull'effetto del Consiglio di Amministrazione sul Cash holdings

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

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

In generale, i coefficienti stimati delle variabili di controllo sono in linea con le indicazioni precedentemente ipotizzate. Il coefficiente negativo e statisticamente significativo della variabile size conferma le evidenze empiriche di Kim (1998), il quale individua nella dimensione delle imprese una valida proxy per il costo dei finanziamenti esterni e rivela come le imprese più grandi siano caratterizzate da maggiori risorse di cash poiché, usufruendo dei vantaggi delle economie di scala, possono accedere al mercato esterno del debito a costi inferiori (Barclay, Smith 1996). Di

conseguenza non hanno bisogni particolari di detenere liquidità in eccesso¹⁷. La relazione fra liquidità e leverage è negativa e significativa al livello dell'1%. Coerentemente con i principali risultati empirici, considerato che le disponibilità liquide sono normalmente utilizzate per rimborsare i debiti pregressi e tenuto conto che le imprese che non hanno difficoltà ad operare sui mercati esterni non hanno l'esigenza di possedere considerevoli risorse liquide, le riserve di cassa diminuiscono al crescere dell'indebitamento. Il risultato della variabile market to book ratio evidenzia una forte relazione tra l'indice di misurazione delle opportunità di crescita e le consistenze di cassa delle imprese. Il coefficiente è, infatti, positivo e statisticamente significativo.

Le imprese con elevate opportunità di crescita hanno consistenze di cassa maggiori in quanto, mediante l'accantonamento di riserve di cassa, cercano di minimizzare il rischio di non avere risorse interne sufficienti per finanziare progetti di investimento redditizi¹⁸. Infine, i risultati non forniscono sostegno alle evidenze empiriche che individuano come significative determinanti del *cash holdings* le variabili relative ai flussi di cassa e alla loro volatilità. I coefficienti stimati sono rispettivamente positivo e negativo, ma non significativi in nessuna regressione. Ulteriormente, applicando la tecnica GMM (colonna (5)) si verifica che, anche in presenza di eventuali problemi di endogeneity, i risultati sono confermati. In tale ultimo caso, le assunzioni chiavi risultano verificate. La statistica Arellano-Bond (2) suggerisce l'assenza di problemi di correlazione seriale del secondo ordine, mentre il Sargan test indica che gli strumenti utilizzati non sono correlati col termine di errore.

I risultati riportati nella colonna (1) della tabella 3.4 non confermano l'ipotesi *H.1*, in quanto il coefficiente della variabile dummy *CEO duality* non risulta statisticamente significativo ($\beta = 0.00312$, *s.e.* = 0.00590). I risultati empirici mostrano come il contestuale incarico di amministratore delegato e presidente del Consiglio di Amministrazione non sia in grado influenzare la quantità di liquidità detenuta nell'impresa.

Il coefficiente della variabile *independent directors* presenta un segno negativo ed è statisticamente significativo ($\beta = -0.0525$, *s.e.* = 0.0153) al livello di confidenza dell'1%. I risultati presenti in colonna (1) della tabella 3.4 evidenziano che la quantità di liquidità posseduta diminuisce in presenza di membri indipendenti nel Consiglio di Amministrazione. Un Consiglio di Amministrazione più indipendente sembra in grado di svolgere un migliore monitoraggio, abile a determinare una riduzione delle riserve di cassa che, se presenti in oltre misura, potrebbero essere destinate ad operazioni opportunistiche da parte dei manager aziendali. I risultati affermano la maggiore propensione al controllo da parte dei consiglieri indipendenti, che contribuiscono ad avere

¹⁷ I risultati sopra riportati sono gli stessi se invece misuriamo le dimensioni dell'impresa dal logaritmo naturale delle vendite dell'azienda.

¹⁸ I risultati restano invariati usando la variazione delle vendite come proxy per le misurare le opportunità di crescita.

una efficiente corporate governance, volta a garantire una migliore tutela degli interessi degli azionisti di minoranza e una vigilanza eccellente dell'uso della liquidità.

I risultati sull'effetto della presenza di consiglieri di amministrazione particolarmente impegnati sulle disponibilità liquide aziendali riportano il segno negativo e statisticamente significativo ($\beta = -0.0462$, $s.e. = 0.0107$) della variabile *busy directors* al livello di confidenza dell'1%, il che indica che le consistenze di cassa sono inferiori nelle imprese in cui vi è una maggiore presenza di membri con ulteriori incarichi in essere. I risultati affermano la prevalenza dei benefici derivanti dell'effetto di reputazione (Jiraporn *et al.*, 2009) rispetto agli svantaggi previsti dalla concezione secondo cui i consiglieri, che siedono in molti altri consigli di amministrazione, tendono a spendere meno tempo in ogni singola impresa, trascurando i loro doveri di supervisione e creando problemi di agenzia. Fama, Jensen (1983) e Carpenter, Westphal (2001), sostengono che i consiglieri di amministrazione che siedono contemporaneamente in molteplici consigli di amministrazione, contribuiscono allo sviluppo di esperienze e competenze. Sulla base di questa visione, la loro presenza può essere negativamente associata alla liquidità in quanto soggetti con notevole background aziendale e culturale possono avviare forti azioni a sostegno degli interessi di tutti gli azionisti, minimizzando i comportamenti opportunistici del CEO ed evitando l'abuso delle risorse di cassa. Altresì, secondo Jiraporn *et al.* (2009), i *busy directors* sono preziosi a causa delle notevoli relazioni professionali di cui dispongono. Essi possono utilizzare i loro contatti per garantire un migliore accesso al mercato dei capitali esterni, per cui le imprese non ravvisano la necessità di detenere liquidità considerevoli (Pfeffer, Salancik 1978; Zahra, Pearce 1989).

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

Allo stesso modo, diversamente da quanto previsto, si rifiuta l'ipotesi *H.5* che prevedeva una relazione negativa fra la presenza di donne nei CdA e le disponibilità di cassa. La variabile *female directors* è positiva e statisticamente significativa ($\beta = 0.0511$, $s.e. = 0.0277$), pertanto la presenza di donne nei vertici aziendali sembra influire positivamente sulle politiche d'impresa relative alla raccolta di liquidità. Il differente risultato rispetto a quello atteso, può essere spiegato facendo riferimento agli studi che individuano le donne come soggetti con una minore propensione al rischio che adottano politiche finanziarie conservatrici (Francis *et al.*, 2009). In base a questa prospettiva, esse potrebbero prediligere il possesso di ingenti disponibilità liquide a fini precauzionali, andando a costituire dei *buffer* finanziari da poter utilizzare in periodi di ristrettezze economiche. Ball

(2001), afferma che il conservatorismo rende i *board* più forti attraverso un più efficace monitoraggio delle politiche di investimento delle imprese. In qualità di strumento utile ad osservare l'operato manageriale, un consiglio più conservatore permette un tempestivo riconoscimento dei progetti di investimento a VAN negativo o scarso rendimento, il che limita l'uso indiscriminato delle risorse aziendali per tutti i progetti e quindi determina una maggiore detenzione di liquidità nell'impresa.

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

In questo paragrafo vengono condotte ulteriori analisi finalizzate ad approfondire l'efficienza del Consiglio di Amministrazione nel determinare le consistenze di cassa in quelle imprese che adottano delle forti politiche di conservatorismo finanziario. Numerosi studi empirici affermano che le imprese con elevata liquidità hanno maggiori probabilità di incorrere in problemi di agenzia¹⁹. In queste tipologie di imprese, considerato che il contesto istituzionale italiano è caratterizzato, fra le altre cose, da una debole protezione degli azionisti e da mercati dei capitali poco sviluppati, solo una robusta e adeguata corporate governance può essere garante dei diritti di tutti gli azionisti e mitigare i costi di agenzia che potrebbero sorgere dalla separazione fra proprietà e gestione, obiettivi differenti fra azionisti e manager, e asimmetrie informative fra proprietà e top management (Coase 1937; Jensen, Meckling 1976; Fama, Jensen 1983; La Porta *et al.*, 1997).

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

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

Numerosi studi mostrano risultati empirici coerenti con queste motivazioni. Dittmar *et al.* (2003) evidenziano che le imprese operanti in contesti con maggiori problemi di agenzia detengono

¹⁹ Vedi Ang (1991) e Myers, Rajan (1995).

più liquidità. Dittmar, Mahrt-Smith (2007) e Pinkowitz *et al.* (2006) mostrano che, in presenza di rilevanti problemi di agenzia tra i manager e gli azionisti esterni, il valore generato dalle riserve di cassa sia inferiore a causa dei comportamenti opportunistici dei manager, i quali sono propensi a spendere la liquidità accumulata molto rapidamente senza tenere in debita considerazione il parere e gli obiettivi di tutti gli azionisti. Nelle imprese con rilevanti flussi di cassa e limitate opportunità di crescita, come affermato da Jensen (1986), i costi di agenzia si aggravano a causa dei comportamenti opportunistici dei manager che intraprendono decisioni manageriali non ottimali, ma che prevedono superiori compensazioni, potere e prestigio.

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

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

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

Tabella 3.5: risultati sull'effetto del Consiglio di Amministrazione sul Cash holdings in imprese con potenziali problemi di opportunismo

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

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

La tabella 3.5 riporta i risultati relativi all'efficienza del Consiglio di Amministrazione nel determinare riserve di liquidità nelle imprese in cui potenzialmente potrebbero esserci maggiori problemi di opportunismo manageriale. I coefficienti delle variabili di controllo rimangono sostanzialmente invariati, confermando le predizioni teoriche desumibili dalla letteratura.

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

I risultati presenti nella colonna (5) della tabella 3.5 permettono di evidenziare il delicato ruolo che i consiglieri indipendenti ricoprono nelle imprese che hanno un eccesso di *cash flow*, calcolato come il differenziale positivo fra i *cash flow* e *capital expenditures*, rispetto alle sole imprese in cui si registrano degli elevati flussi di cassa. Il coefficiente della variabile *independent directors* è negativo e statisticamente significativo ($\beta = -0.0381$, *s.e.* = 0.0186), pertanto la partecipazione di consiglieri indipendenti nelle imprese con eccesso di *cash flow* provoca la riduzione dello stanziamento di denaro in cassa. Le imprese che si trovano in queste condizioni finanziarie hanno già impiegato i flussi di cassa per gli investimenti, pertanto la quota rimanente potrebbe essere utilizzata in maniera del tutto discrezionale dai manager. Il monitoraggio in seno al CdA svolto dai consiglieri esterni porta ad un calo di liquidità nelle imprese, limitando di fatto le risorse monetarie che l'amministratore delegato potrebbe gestire autonomamente e che si prestano ad un utilizzo inefficiente.

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

nell'accedere a finanziamenti esterni. Da qui la non necessità di detenere ingenti quantità di denaro liquido.

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

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

I risultati della colonna (1) della tabella 3.5, che si riferiscono al sotto campione di imprese che presentano scarse opportunità di crescita, mostrano il segno positivo e la significatività statistica del coefficiente della variabile *CEO duality* ($\beta = 0.0127$, *s.e.* = 0.00718). Pertanto, i risultati rivelano che la coesistenza della medesima persona nei due ruoli di amministratore delegato e presidente del Consiglio di Amministrazione, determina un incremento delle riserve di liquidità. L'aumento del *cash holdings* nelle imprese che non hanno elevate *growth opportunity* potrebbe derivare da una precisa volontà manageriale ed essere foriero di comportamenti opportunistici da parte del *CEO*. Infatti, i manager, non avendo progetti di investimento profittevoli in cui investire, potrebbero impiegare la maggiore liquidità presente nell'impresa in iniziative imprenditoriali che prevedono un tornaconto personale, a discapito del valore complessivo aziendale.

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

3.7. Conclusioni

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

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

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

l'azienda ad avere un migliore accesso ai mercati esterni del credito. Queste motivazioni stanno alla base di una riduzione delle risorse di liquidità.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

separazione nei ruoli di chi gestisce e chi controlla l'impresa, può aiutare a mantenere un sistema di governance efficiente finalizzato ad un produttivo impiego della liquidità aziendale in modo da sostenere processi virtuosi di creazione di valore.

CONCLUSIONI

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

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

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

I numerosi studi volti ad approfondire motivazioni ed effetti della detenzione di liquidità nelle imprese hanno permesso l'elaborazione di vari modelli per la gestione del cash holdings, ciò nonostante appare ancora controverso, dal punto di vista empirico, comprenderne gli effetti sul valore aziendale. I riscontri positivi, in sintonia con la teoria dei costi di transazione e la rilevanza della *financial flexibility*, rilevano un valore positivo derivante dall'accumulo di cash (Kusnadi 2011; Chen 2011; Martinez-Sola *et al.*, 2013; O'Brien, Folta 2009). Di natura opposta altre evidenze, concordanti con la teoria dell'agenzia, che sottolineano un impatto negativo del cash holdings sulle performance (Luo, Hachiya 2005; Kalcheva, Lins 2007; Oler, Waagelein 2011). Una spiegazione dei differenti effetti del cash holdings sul valore d'impresa può essere data da differenze nelle caratteristiche delle imprese oggetto di analisi, così come del diverso contesto istituzionale in cui esse operano.

Nel primo capitolo è stata svolta una meta-analisi, che attraverso il calcolo dell'*effect size* medio tra gli studi, ha permesso di riassumere sinteticamente diversi studi e arrivare alla definizione del segno della relazione principale fra liquidità e valore d'impresa. Inoltre, lo sviluppo di una rassegna di tipo quantitativo della letteratura ha consentito di individuare le possibili cause che sono fonte dei controversi risultati rinvenibili nella comunità scientifica.

Dopo aver analizzato un campione di 30 articoli disponibili in letteratura, di cui 6 *working papers*, per un totale di 295 studi, inerenti la relazione fra riserve di cassa e valore, dai risultati emerge la netta prevalenza di un legame positivo, confermando l'importanza del *cash holdings* quale strumento interno all'impresa in grado di generare valore. Dallo sviluppo delle meta-regressioni, si evidenzia come la relazione fra *cash holdings* e valore sia moderata da alcuni fattori di natura *firm-specific*, *paper-specific* e *institutional-specific*, abili nel condizionare la direzione e l'intensità. Si dimostrano avere un ruolo di rilievo le differenti *growth opportunity* che presentano le imprese, le tecniche econometriche che controllano problemi di *endogeneity*, la pubblicazione o meno della ricerca empirica, la tipologia di variabile impiegata per misurare il valore d'impresa, il periodo di svolgimento dell'analisi e il grado di concentrazione proprietaria delle imprese.

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

Nel terzo capitolo è stata esaminata la relazione fra le caratteristiche di corporate governance delle imprese e il *cash holdings*. Considerando un campione di 1.683 osservazioni e 192 imprese italiane quotate, lo studio ha analizzato l'impatto della struttura del Consiglio di Amministrazione sulle disponibilità di cassa delle imprese italiane quotate per il periodo dal 2003 al 2013.

Il management aziendale potrebbe decidere di impiegare la liquidità in progetti poco redditizi che prevedono benefici personali e tutelano i propri interessi, a scapito del valore complessivo d'impresa (Opler *et al.*, 1999). In queste circostanze, i conflitti di agenzia fra azionisti e manager, derivanti dalla separazione tra proprietà e gestione, hanno un ruolo determinante nell'individuare la quantità ottimale di denaro in cassa (Dittmar *et al.*, 2003). Pertanto, le strutture di governo societario, e più precisamente le peculiarità dei membri dei CdA, potrebbero influenzare la

decisione di detenere *cash stock* da parte delle imprese, al fine sia di sostenere processi di crescita delle imprese che tutelare i diritti degli azionisti di minoranza, cercando di evitare il possesso di denaro contante per finalità opportunistiche.

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

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

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

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

Fra le variabili di interesse esaminate, quella relativa al controllo familiare delle imprese ha assunto una particolare importanza per quel che riguarda l'abilità di impiegare le risorse liquide in

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

Appendice 1

Per il calcolo dell'*effect size* vengono applicate le seguenti formule proposte da Copper e Hedges (1994). Punto di partenza è il coefficiente di correlazione r di *Pearson*, calcolato attraverso l'equazione (1). Dato che non è possibile effettuare un confronto fra i beta della regressione, il coefficiente di correlazione deve essere trasformato in una metrica comune attraverso la conversione nel corrispondente *Z-score* di Fischer (Field 1999), come da equazione (2). Tale *Zr-score* di Fisher viene utilizzato per calcolare un *effect size* medio pesato così come evidenziato nell'equazione (3).

$$r_i = \sqrt{\frac{t^2}{t^2 + df}} \quad (1) \quad Z_{r_i} = \frac{1}{2} \ln\left(\frac{1+r_i}{1-r_i}\right) \quad (2) \quad \bar{Z}_r = \frac{\sum_{i=1}^k w_i Z_{r_i}}{\sum_{i=1}^k w_i} \quad (3)$$

Come evidenziato nell'equazione (4), il fattore di ponderazione di ogni singolo studio è rappresentato dall'inverso della varianza (quadrato dell'errore standard). All'*effect size* complessivo corrisponde una deviazione standard, così come evidenziato nell'equazione (5).

$$w_i = \frac{1}{v_i} \quad w_i = \frac{1}{(SE)_i^2} \quad (4) \quad SE(\bar{Z}_r) = \sqrt{\frac{1}{\sum_{i=1}^k w_i}} \quad (5)$$

Infine, a supporto dei risultati della meta-analisi è possibile applicare il test di omogeneità, ossia test Q di Cochran (1954), illustrato nell'equazione (6), che permette di misurare il grado di eterogeneità tra gli studi. Se tale test, che segue una distribuzione χ^2 con $K-1$ gradi di libertà, è statisticamente significativo, viene rigettata l'ipotesi nulla di omogeneità in favore dell'ipotesi di eterogeneità.

$$Q = \sum W_i (Z_{r_i} - \bar{Z}_r)^2 \quad \sim \chi_{k-1}^2 \quad (6)$$

Infine, per offrire un test più completo, Higgins et al. nel 2002 hanno proposto una statistica I^2 che quantifica l'ammontare di eterogeneità dovuta alle differenze tra studi. In particolare il test I^2 di eterogeneità è dato da:

$$I^2 = (Q - df) / Q \times 100 \quad \text{se } Q > df \quad (7) \\ I^2 = 0 \quad \text{se } Q < df$$

in cui df sono i gradi di libertà come nel test Q. Il test I^2 ha una interpretazione intuitiva, perché rappresenta la percentuale della variabilità totale dovuta alle differenze tra studi (eterogeneità).

Appendice 2

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

Appendice 3

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

BIBLIOGRAFIA

- Accetturo, A., Giunta, A., & Rossi, S. (2011). *Le imprese italiane tra crisi e nuova globalizzazione*: Banca d'Italia.
- Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), 515-554.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309.
- Adams, R. B., & Funk, P. (2012). Beyond the glass ceiling: does gender matter? *Management Science*, 58(2), 219-235.
- Adjei, F. (2011). The sub-prime mortgage crisis and the changing value of cash. *Journal of Economics and Finance*, 35(1), 79-92.
- *Adjei, F. (2013). The effects of cash holdings on corporate performance during a credit crunch: evidence from the sub-prime mortgage crisis. *Journal of Economics and Finance*, 37(2), 188-199.
- *Agca, S. (2012). Financial Integration and Corporate Cash Holdings. Available at SSRN 2024097.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- *Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M. M. (2011). Cash Holdings and Corporate Governance Around the World: Working paper, Swiss Institute of Banking and Finance, Stern School of Business, and University of Mannheim.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1327.
- Ang, J. S. (1991). Small business uniqueness and the theory of financial management. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(1), 11-13.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of econometrics*, 68(1), 29-51.
- Ashenfelter, O., Harmon, C., & Oosterbeek, H. (1999). A review of estimates of the schooling/earnings relationship, with tests for publication bias. *Labour economics*, 6(4), 453-470.
- Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2012). Institutional investment horizon and investment–cash flow sensitivity. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1164-1180.
- Ball, R. (2001). Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton papers on financial services*, 2001(1), 127-169.
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2004). Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms. *Financial Management*, 103-132.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, 50(2), 609-631.

- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1996). On financial architecture: leverage, maturity, and priority. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(4), 4-17.
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689-723.
- *Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021.
- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: an agency perspective. *Financial Management*, 38-50.
- Bernstein, D. (1994). Imperfect information and agency cost models: Further empirical tests. *International Review of Economics & Finance*, 3(2), 183-193.
- Bettis, R. A. (1981). Performance differences in related and unrelated diversified firms. *Strategic Management Journal*, 2(4), 379-393.
- Bigelli, M., Martín-Ugedo, J. F., & Sánchez-Vidal, F. J. (2014). Financial conservatism of private firms. *Journal of Business Research*.
- Bigelli, M., & Sánchez-Vidal, J. (2012). Cash holdings in private firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(1), 26-35.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of econometrics*, 87(1), 115-143.
- Boone, A. L., Casares Field, L., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 85(1), 66-101.
- Borenstein, M., Hedges, L. V., Higgins, J., & Rothstein, H. R. (2010). A basic introduction to fixed-effect and random-effects models for meta-analysis. *Research Synthesis Methods*, 1(2), 97-111.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. S. Sandri (2003), *Principi di Finanza Aziendale*: McGraw Hill Libri.
- Brennan, M. J., & Hughes, P. J. (1991). Stock prices and the supply of information. *The Journal of Finance*, 46(5), 1665-1691.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189-220.
- Brickley, J. A., & James, C. M. (1987). The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: The case of banking. *Journal of Law and Economics*, 161-180.
- Brounen, D., De Jong, A., & Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30(5), 1409-1442.
- Brounen, D., De Jong, A., & Koedijk, K. C. (2004). *Corporate finance in Europe confronting theory with practice*. Paper presented at the EFA 2004 Maastricht Meetings Paper.
- Byoun, S., Chang, K., & Kim, Y. S. (2011). Does corporate board diversity affect corporate payout policy? *SS-RN working raver*.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of financial economics*, 32(2), 195-221.

- Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal*, 44(4), 639-660.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Chahine, S., & Filatotchev, I. (2008). The Effects of Information Disclosure and Board Independence on IPO Discount*. *Journal of small business management*, 46(2), 219-241.
- *Chen, N. (2011). Securities laws, control of corruption, and corporate liquidity: International evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 19(1), 3-24.
- Chittenden, F., Hall, G., & Hutchinson, P. (1996). Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*, 8(1), 59-67.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *economica*, 4(16), 386-405.
- Cochran, W. G. (1954). The combination of estimates from different experiments. *Biometrics*, 10(1), 101-129.
- Collins, D. W., Rozeff, M. S., & Dhaliwal, D. S. (1981). The economic determinants of the market reaction to proposed mandatory accounting changes in the oil and gas industry: A cross-sectional analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 3(1), 37-71.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406.
- Dahlquist, M., & Robertsson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of financial economics*, 59(3), 413-440.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371-382.
- *Darkhor, S., & Nahandi, Y. B. (2012). Financial constraint, cash value and investment. *African Journal of Business Management*, 6(26), 7769-7778.
- Dayton, K. N. (1984). Corporate Governance-the Other Side of the Coin. *Harvard Business Review*, 62(1), 34-37.
- *Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181.
- *Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(01), 111-133.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006). The law and economics of self-dealing. *Journal of financial economics*, 88(3), 430-465.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of financial economics*, 88(3), 430-465.

- Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21(3), 293-324.
- *Drobetz, W., Grüninger, M. C., & Hirschvogel, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2168-2184.
- Duchin, R., Ozbas, O., & Sensoy, B. A. (2010). Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. *Journal of financial economics*, 97(3), 418-435.
- Dunn, R. (1987). Research on instructional environments: Implications for student achievement and attitudes. *Professional School Psychology*, 2(1), 43.
- Eicker, F. (1967). *Limit theorems for regressions with unequal and dependent errors*. Paper presented at the Proceedings of the fifth Berkeley symposium on mathematical statistics and probability.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of financial economics*, 48(1), 35-54.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Making fast strategic decisions in high-velocity environments. *Academy of Management Journal*, 32(3), 543-576.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 301-325.
- *Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. (1993). Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. *The RAND Journal of Economics*, 328-342.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of financial economics*, 88(3), 499-533.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 58(3), 1087-1112.
- Field, A. (1999). A bluffer's guide to meta-analysis 1. *Newsletter of the Mathematical, Statistical and computing section of the British Psychological Society*, 7, 16-25.
- Fisher, Z., & Tipton, E. (2015). robumeta: An R-package for robust variance estimation in meta-analysis. *arXiv preprint arXiv:1503.02220*.
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24(3), 489-505.
- Francis, B., Hasan, I., Park, J. C., & Wu, Q. (2009). *Gender differences in financial reporting decision-making: Evidence from accounting conservatism*. Paper presented at the 2009 FMA Annual Meeting Program, October.
- Frésard, L. (2010). Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. *The Journal of Finance*, 65(3), 1097-1122.
- *Frésard, L., & Salva, C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of financial economics*, 98(2), 359-384.

- Fritz Foley, C., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of financial economics*, 86(3), 579-607.
- Gedajlovic, E., Carney, M., Chrisman, J. J., & Kellermanns, F. W. (2012). The adolescence of family firm research taking stock and planning for the future. *Journal of Management*, 38(4), 1010-1037.
- Gertler, M., & Hubbard, R. G. (1989). Financial factors in business fluctuations: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Gill, A., & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), p70.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4-22.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2), 187-243.
- Guney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2007). International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational financial management*, 17(1), 45-60.
- Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43-57.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
- Harford, J., Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2012). The sources of value destruction in acquisitions by entrenched managers. *Journal of financial economics*, 106(2), 247-261.
- *Harford, J., Klasa, S., & Maxwell, W. F. (2013). Refinancing Risk and Cash Holdings. *Journal of Finance*, *Forthcoming*.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.
- Harris, M., & Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *Review of Financial Studies*, 21(4), 1797-1832.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *The economic journal*, 678-689.
- Hedges, L., & Olkin, I. (1985). Statistical models for meta-analysis. *New York: Academic Press*.
- Hedges, L. V., & Pigott, T. D. (2001). The power of statistical tests in meta-analysis. *Psychological Methods*, 6, 203-217.
- Hedges, L. V., Tipton, E., & Johnson, M. C. (2010). Robust variance estimation in meta-regression with dependent effect size estimates. *Research Synthesis Methods*, 1(1), 39-65.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, 589-606.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2001). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature: National Bureau of Economic Research.
- Higgins, J. P., & Green, S. (2008). *Cochrane handbook for systematic reviews of interventions* (Vol. 5): Wiley Online Library.

- Higgins, J. P., Thompson, S. G., Deeks, J. J., & Altman, D. G. (2003). Measuring inconsistency in meta-analyses. *BMJ: British Medical Journal*, 327(7414), 557.
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of financial economics*, 108(3), 822-839.
- Huang, Y., Elkinawy, S., & Jain, P. K. (2013). Investor protection and cash holdings: Evidence from US cross-listing. *Journal of Banking & Finance*, 37(3), 937-951.
- Huber, P. J. (1967). *The behavior of maximum likelihood estimates under nonstandard conditions*. Paper presented at the Proceedings of the fifth Berkeley symposium on mathematical statistics and probability.
- Hunter, J. E., & Schmidt, F. L. (2004). *Methods of meta-analysis: Correcting error and bias in research findings*: Sage.
- Huse, M., & Solberg, A. G. (2006). Gender-related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards. *Women in Management Review*, 21(2), 113-130.
- Iona, A., Leonida, L., & Ozkan, A. (2004). Determinants of financial conservatism: Evidence from low-leverage and cash-rich UK firms. *University of York Discussion Papers in Economics*(2004/01).
- *Isshaq, Z., Bokpin, G. A., & Mensah Onumah, J. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 488-499.
- Jackson, D., Riley, R., & White, I. R. (2011). Multivariate meta-analysis: Potential and promise. *Statistics in medicine*, 30(20), 2481-2498.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*: Springer.
- Jensen, M. C., & Smith, C. W. (2000). Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory. *Theory of the Firm*, 1(1).
- Jiraporn, P., Davidson III, W. N., DaDalt, P., & Ning, Y. (2009). Too busy to show up? An analysis of directors' absences. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(3), 1159-1171.
- John, T. A. (1993). Accounting measures of corporate liquidity, leverage, and costs of financial distress. *Financial Management*, 91-100.
- Judge, W. Q., & Zeithaml, C. P. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of Management Journal*, 35(4), 766-794.
- Kalaian, H. A., & Raudenbush, S. W. (1996). A multivariate mixed linear model for meta-analysis. *Psychological methods*, 1(3), 227.
- *Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London, 1936). *Keynes The General Theory of Employment, Interest and Money*1936.

- Khanna, T., & Palepu, K. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, 75(4), 41-48.
- Kim, C.-S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of financial and quantitative analysis*, 33(03), 335-359.
- Kim, J. (1999). The relaxation of financing constraints by the initial public offering of small manufacturing firms. *Small Business Economics*, 12(3), 191-202.
- *Klasa, S., Maxwell, W. F., & Ortiz-Molina, H. (2009). The strategic use of corporate cash holdings in collective bargaining with labor unions. *Journal of financial economics*, 92(3), 421-442.
- Kusnadi, Y. (2003). Corporate cash holdings and corporate governance mechanisms. Available at SSRN 479401.
- Kusnadi, Y. (2011). Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value? *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 554-570.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). The quality of government. *Journal of Law, Economics, and organization*, 15(1), 222-279.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of finance*, 1147-1170.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance.
- La Rocca, M., & Faraci, R. (2011). Which is best?: il ruolo della relatedness nel legame fra diversificazione e performance. *Finanza, marketing e produzione*, 29(4), 79-117.
- La Rocca, M., La Rocca, T., Staglianò, R., & Cariola, A. (2012). Detenere liquidità genera valore? Benefici, costi ed evidenze dall'Italia. *Economia & management: la rivista della Scuola di Direzione Aziendale dell'Università L. Bocconi*(2), 73-90.
- La Rocca, M. (2015). L'approccio metodologico negli studi aziendalistici per una rassegna quantitativa della letteratura. Mimeo.
- Lamont, O. (1997). Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets. *The Journal of Finance*, 52(1), 83-109.
- *Lau, J., & Block, J. H. (2012). Corporate cash holdings and their implications on firm value in family and founder firms. *Corporate Ownership and Control*, 9, 309-326.
- Law, K. S., Schmidt, F. L., & Hunter, J. E. (1994). A test of two refinements in procedures for meta-analysis. *Journal of Applied Psychology*, 79(6), 978.
- Lee, K.-W., & Lee, C.-F. (2009). Cash holdings, corporate governance structure and firm valuation. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12(03), 475-508.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Levi, M., Li, K., & Zhang, F. (2013). Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*.
- Levy, L. (1981). Reforming board reform. *Harvard Business Review*, 59(1), 166-172.
- Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *The Journal of Finance*, 26(2), 521-537.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(01), 159-184.

- Lipsey, M. W., & Wilson, D. B. (2001). *Practical meta-analysis* (Vol. 49): Sage publications Thousand Oaks, CA.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, 59-77.
- *Liu, Y., & Mauer, D. C. (2011). Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal of financial economics*, 102(1), 183-198.
- *Louis, H., Sun, A. X., & Urcan, O. (2012). Value of cash holdings and accounting conservatism*. *Contemporary Accounting Research*, 29(4), 1249-1271.
- Lundstrum, L. L. (2003). Firm value, information problems and the internal capital market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 21(2), 141-156.
- *Luo, Q., & Hachiya, T. (2005). Corporate governance, cash holdings, and firm value: evidence from Japan. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8(04), 613-636.
- Machold, S., Huse, M., Minichilli, A., & Nordqvist, M. (2011). Board leadership and strategy involvement in small firms: A team production approach. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 368-383.
- Mahrt-Smith, J. (2005). The Interaction of Capital Structure and Ownership Structure*. *The Journal of Business*, 78(3), 787-816.
- *Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
- Masulis, R. W., & Mobbs, S. (2011). Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market. *The Journal of Finance*, 66(3), 823-872.
- Matt, G., & Cook, T. (2009). Threats to the validity of generalized inferences. *The handbook of research synthesis and meta-analysis*, 537-560.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- McConaughy, D. L., Walker, M. C., Henderson Jr, G. V., & Mishra, C. S. (1998). Founding family controlled firms: Efficiency and value. *Review of Financial economics*, 7(1), 1-19.
- *Megginson, W. L., & Wei, Z. (2012). *State Ownership, Soft-Budget Constraint and Cash Holdings: Evidence from China's Privatized Firms*. Paper presented at the 23rd Australasian Finance and Banking Conference.
- Mello, R., Krishnaswami, S., & Larkin, P. J. (2008). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking & Finance*, 32(7), 1209-1220.
- Miller, M. H., & Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413-435.
- Minichilli, A. (2014). Dieci anni di corporate governance: cosa sappiamo, e cosa no, sul governo delle imprese. *Economia & management: la rivista della Scuola di Direzione Aziendale dell'Università L. Bocconi*(1), 95-117.
- Minton, B. A., & Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of financial economics*, 54(3), 423-460.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The Journal of Finance*, 60(2), 757-782.

- Mohan, N. J., & Chen, C. R. (2004). Are IPOs priced differently based upon gender? *The Journal of Behavioral Finance*, 5(1), 57-65.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Myers, S. C., & Rajan, R. G. (1995). The paradox of liquidity: National Bureau of Economic Research.
- *O'Brien, J. P., & Folta, T. B. (2009). A transaction cost perspective on why, how, and when cash impacts firm performance. *Managerial and Decision Economics*, 30(7), 465-479.
- *Oler, D., & Waagelein, J. F. (2011). Can long-term performance plans mitigate the negative effects of stock consideration and high cash for acquirers? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(1), 63-86.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Oswald, D., & Young, S. (2008). Share reacquisitions, surplus cash, and agency problems. *Journal of Banking & Finance*, 32(5), 795-806.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134.
- Papaioannou, G. J., Strock, E., & Travlos, N. G. (1992). Ownership structure and corporate liquidity policy. *Managerial and Decision Economics*, 13(4), 315-322.
- Pindado, J., Requejo, I., & Torre, C. d. l. (2008). Does family ownership impact positively on firm value? Empirical evidence from Western Europe.
- *Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash? : National Bureau of Economic Research.
- *Pinkowitz, L., & Williamson, R. (2004). What is a dollar worth? The market value of cash holdings. *The Market Value of Cash Holdings (October 2002)*.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2000). The governance of the new enterprise: National Bureau of Economic Research.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (2001). The influence of the financial revolution on the nature of firms: National Bureau of Economic Research.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
- Rhode, D., & Packel, A. K. (2010). Diversity on corporate boards: How much difference does difference make? *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper*(89).
- Roberts, J., McNulty, T., & Stiles, P. (2005). Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: Creating accountability in the boardroom. *British Journal of Management*, 16(s1), S5-S26.
- Roodman, D. (2007). A short note on the theme of too many instruments. *Center for Global Development Working Paper*, 125.
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, 9(1), 86.

- Rose, A. K., & Stanley, T. D. (2005). A Meta-Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade*. *Journal of economic surveys*, 19(3), 347-365.
- Rothstein, H. R., Sutton, A. J., & Borenstein, M. (2006). *Publication bias in meta-analysis: Prevention, assessment and adjustments*: John Wiley & Sons.
- *Saddour, K. (2006). The determinants and the value of cash holdings: evidence from French firms. *Cahier de recherche n*, 6.
- Salancik, G. R., & Pfeffer, J. (1978). A social information processing approach to job attitudes and task design. *Administrative science quarterly*, 224-253.
- Sánchez-Ballesta, J. P., & García-Meca, E. (2007). Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 677-691.
- Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (2000). The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment. *The Journal of Finance*, 55(6), 2537-2564.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science*, 12(2), 99-116.
- Shin, H.-H., & Park, Y. S. (1999). Financing constraints and internal capital markets: Evidence from Korean chaebols'. *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 169-191.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 54(5), 1829-1853.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Slater, S. F., & Zwirlein, T. J. (1992). Shareholder value and investment strategy using the general portfolio model. *Journal of Management*, 18(4), 717-732.
- Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of financial economics*, 32(3), 263-292.
- *Soltani, A., & Ravanmehr, N. (2011). Corporate governance, ownership concentration, cash holdings and firm value on the tehran stock exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research In Business*, 3(6), 47.
- Stanley, T. D. (2001). Wheat from chaff: Meta-analysis as quantitative literature review. *Journal of economic perspectives*, 131-150.
- Stein, J. C. (1997). Internal capital markets and the competition for corporate resources. *The Journal of Finance*, 52(1), 111-133.
- Stiles, P., & Taylor, B. (2001). *Boards at work: How directors view their roles and responsibilities: How directors view their roles and responsibilities*: Oxford University Press.
- Stohs, M. H., & Mauer, D. C. (1996). The determinants of corporate debt maturity structure. *Journal of Business*, 279-312.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial economics*, 26(1), 3-27.
- Thompson, S. G., & Higgins, J. P. (2002). How should meta-regression analyses be undertaken and interpreted? *Statistics in medicine*, 21(11), 1559-1573.
- Tipton, E. (2014). Small sample adjustments for robust variance estimation with meta-regression.

- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- *Tong, Z. (2011). Firm diversification and the value of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 741-758.
- Tufano, P. (1998). Agency costs of corporate risk management. *Financial Management*, 67-77.
- Van den Noortgate, W., López-López, J. A., Marín-Martínez, F., & Sánchez-Meca, J. (2013). Three-level meta-analysis of dependent effect sizes. *Behavior research methods*, 45(2), 576-594.
- van Essen, M., van Oosterhout, J. H., & Carney, M. (2012). Corporate boards and the performance of Asian firms: A meta-analysis. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), 873-905.
- Varaiya, N., Kerin, R. A., & Weeks, D. (1987). The relationship between growth, profitability, and firm value. *Strategic Management Journal*, 8(5), 487-497.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of financial economics*, 80(2), 385-417.
- *Wang, F. (2012). Residual Cash, Firm Value and Financial Distress. *Journal of International Finance and Economics*.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting horizons*, 17(3), 207-221.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 817-838.
- Whited, T. M. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. *The Journal of Finance*, 47(4), 1425-1460.
- Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559.
- *Yarram, S. R. (2012). Corporate Governance, Cash holdings and Value of a Firm: Evidence from Australian Firms. *Information Management and Business Review*, 4(12), 606.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.
- Yermack, D. (2006). Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns. *Journal of financial economics*, 80(1), 211-242.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334.
- Zattoni, A. (2006). *Assetti proprietari e corporate governance*: Egea.