

Finance, company and crisis, everything you need to know

Immagini a cura dell'autrice.

Emanuela Di Rauso

**FINANCE, COMPANY AND CRISIS,
EVERYTHING YOU NEED TO KNOW**

Saggio

BOOK
SPRINT
E D I Z I O N I

www.booksprintedizioni.it

Copyright © 2019
Emanuela Di Rauso
Tutti i diritti riservati

“A Mamma...

*Mamma, i miei giorni più belli nel mondo li ho vissuti con te, a TE devo la mia testardaggine e la mia determinazione.
A TE dedico il mio amore per la finanza.”*

“A Papà,

*non ho avuto il tempo di farti godere lo spettacolo della mia vita ma tutto ciò è per te che mi ami da lassù come nessun altro.
Ti ho sempre ammirato, ricordalo.”*

“Alle mie sorelle,

*a te, Livia, dico grazie, senza di te questo libro non sarebbe stato possibile,
GRAZIE per tutta la passione che mi hai trasmesso per lo studio.”*

“A Maria,

la più “sfrenata” ma quella che mi fa passare ogni pensiero, lotta e resta sempre così come sei.”

“A Pasquale, il mio piccolo grande uomo, che ha gioito e sofferto con me
proprio come un fratello.
RICORDATI DI ESSERE DIVERSO.”

“Alla fine a me...

A me che ho capito in tempo, e per fortuna, che in una società come la nostra scrivere è sinonimo di libertà: quindi, non piegatevi mai di fronte agli stereotipi che la società impone.”

Introduzione

Il seguente elaborato passa in rassegna i principali modelli teorici riguardanti la struttura finanziaria delle imprese, con l'obiettivo di individuare le variabili che impattano la relazione tra *equity* e debito, guardando successivamente ai riscontri empirici delle stesse.

La trattazione, in particolare, si sviluppa a partire dai teoremi di Modigliani-Miller (1958) e dalle loro considerazioni relative all'irrelevanza della struttura finanziaria delle imprese, per poi procedere, attraverso la rimozione di alcune delle ipotesi originali, nell'enunciazione delle teorie successive. A riguardo, oggetto del primo capitolo sono la teoria del *trade-off*, che contrappone i costi e benefici relativi ad una certa scelta, la *pecking order theory* (Myers, 1984), incentrata sulle problematiche di asimmetria informativa, la *free cash flow theory* (Jensen e Meckling, 1976), legata ai problemi di agenzia e collegata alle operazioni di *leverage buy-out* degli anni '80, e la teoria del ciclo di vita del prodotto, per cui le scelte finanziarie di un'impresa sono dipendenti dalla fase del ciclo di vita dell'impresa e dalle differenti possibilità di accesso al credito. Nel secondo capitolo, invece, l'attenzione è sulle tematiche relative all'incompletezza contrattuale e la trattazione verte sull'assegnazione dei diritti residuali di controllo in base al verificarsi di segnali contingenti. In particolare, il modello preso in considerazione è quello di Aghion e Bolton (1992), più generico e di conseguenza più ricco di spunti di osservazione, mentre al più tecnico modello di Hart e Moore (1995) relativo al ruolo del contratto di debito standard viene riservato un breve paragrafo conclusivo.

La separazione tra i modelli teorici nel primo e secondo capitolo esprime la volontà di distinguere in maniera netta le questioni attinenti all'incompletezza contrattuale e quelle riguardanti l'asimmetria informativa, evitando così di sovrapporre due concetti che talvolta vengono inopportunamente equiparati.

Il terzo capitolo, infine, prende in esame tre differenti modelli empirici, con l'obiettivo di fornire riscontri pratici sulle tematiche oggetto di discussione.

Richiamando lo studio di Rajan e Zingales (1995), viene analizzata nel primo paragrafo l'evoluzione del *leverage* delle imprese, vengono considerate le diverse definizioni dello stesso e sono individuati i fattori aventi un maggiore impatto.

Nel secondo paragrafo viene, invece, richiamato il modello di Modigliani-Miller ed in particolare il teorema relativo alla politica dei dividendi. La trattazione in questo caso analizza le politiche dei dividendi delle imprese collegandole al differente livello di regolamentazione e di tutele fornite da uno Stato (La Porta, Lopez De Silanes, Shleifer e Vishny, 2000).

Il terzo paragrafo, che conclude la trattazione, prende in esame uno studio effettuato su un campione di imprese nel contesto italiano (Cariola e La Rocca, 2006) e analizza la struttura finanziaria delle imprese, mettendola in relazione con la strategia di diversificazione, con l'obiettivo di capire la direzionalità del legame causa-effetto che lega tali costrutti.

1

La struttura finanziaria delle imprese: I modelli teorici di riferimento

1.1 La struttura finanziaria ed i teoremi di Modigliani-Miller

Le scelte finanziarie rivestono un ruolo centrale nel governo strategico dell'azienda. Esse, infatti, interagiscono con le altre funzioni aziendali e, compenetrandosi nei processi decisionali ed operativi, condizionano il sistema delle strategie. La moderna teoria della finanza aziendale concentra le sue valutazioni in tre macroaree e ha come obiettivo principe la massimizzazione del valore dell'impresa in un contesto dinamico e di lungo periodo. Queste tre macroaree definiscono tre tematiche principali che sono la politica degli investimenti, la politica dei finanziamenti e la politica dei dividendi. La prima richiede di investire in progetti con un rendimento atteso superiore alla soglia minima di rendimento accettabile, definito in base alla policy interna o in relazione ad un tasso risk-free¹, e si rivolge dunque al lato sinistro dello stato patrimoniale. La politica di finanziamento, al contrario, si concentra sulla parte destra del documento del bilancio ed è tesa alla definizione di una struttura finanziaria che massimizzi il valore dei progetti intrapresi e che sia in linea con il tipo di investimento da realizzare. Infine, la politica dei dividendi asserisce che

¹ Il tasso d'interesse privo di rischio (o risk-free interest rate) rappresenta il tasso d'interesse di un'attività priva di rischio.

qualora non esistano opportunità di investimento in grado di generare un rendimento superiore alla soglia minima è opportuno restituire il denaro ai proprietari. Di particolare interesse in questo ambito sono le tematiche relative alla definizione di una struttura finanziaria ottimale, dunque all'esistenza di un rapporto di equilibrio tra equity, debito e altre forme di finanziamento di natura mista. In termini generali la struttura finanziaria di un'impresa indica il fabbisogno finanziario complessivo e dunque la natura e la provenienza del capitale investito nelle varie attività aziendali. L'importanza di queste considerazioni è dovuta alle differenti caratteristiche attribuibili alle fonti di finanziamento ed ai differenti vincoli che esse comportano. L'equity è una fonte sia interna che esterna, di pieno rischio, di lungo periodo, a remunerazione incerta e variabile e di tipo residuale, mentre il debito è una fonte esterna, sia di breve che lungo periodo, a rischio limitato in linea teorica, a remunerazione certa e a rimborso diretto. Nella valutazione della struttura finanziaria è opportuno effettuare sia un'analisi di tipo verticale che una di tipo orizzontale. Ciò significa valutare indici quali ROE (Return on Equity) e ROI (Return on Investment), così come indici relativi al grado di rigidità o elasticità della struttura, e verificare la correlazione fonti-impieghi (fonti temporanee per impieghi di breve periodo e fonti stabili per impieghi di lungo periodo). Con riferimento al ROE tale indice è dato dal rapporto tra reddito netto e patrimonio netto e definisce in maniera piuttosto ampia il ritorno per l'azionista. Il valore di questo indice è un numero di sintesi che risulta influenzato da tutte le aree di gestione, non necessariamente quella operativa, e che pertanto può essere colpito da aspetti di carattere straordinario e risultare poco attendibile. Più preciso è invece il ROI, l'indicatore che pone al numeratore il reddito operativo, ossia il risultato derivante dalla gestione corrente dell'impresa, ed al denominatore il capitale investito. La formula che consente di collegare il rendimento per gli azionisti con la struttura finanziaria di un'impresa è la seguente: $ROE = [ROI + (D/E) (ROI - r)]$.

Tale formula individua la cosiddetta leva finanziaria e mostra quindi la variazione del ROE al modificarsi del rapporto debito su equity. Posto che il ritorno dell'impresa con le sue attività operative sia superiore al costo del debito, ossia $ROI > r$, si verifica un aumento del ROE, che genera il cosiddetto effetto leva. Tale considerazione appare evidente considerando la relazione lineare che lega le suddette variabili. Al contrario nel caso in cui $ROI < r$, ad esempio per l'aumento del debito oltre una certa soglia, posta la percezione di una maggiore rischiosità da parte dei finanziatori con riferimento all'impresa, la relazione non regge più e si ha l'inversione dell'effetto leva, per cui si verifica una distruzione di valore. L'analisi degli indici, sebbene si tratti di un'analisi di tipo statico, evidenzia il risultato finale, ossia la capacità di creare valore mediante un certo tipo di politica degli investimenti, ma poco o nulla spiega riguardo la definizione di una struttura finanziaria ottima, ossia di una composizione del passivo dello stato patrimoniale, che sia di per sé in grado di svolgere la funzione di strumento di creazione di valore. Tale ricerca infatti si sviluppa a partire dal lavoro di Modigliani-Miller (1958), che per primo introduce la rigorosità del metodo scientifico tipico delle scienze economiche nelle analisi di finanza aziendale e mostra le condizioni entro le quali la scelta della struttura finanziaria è irrilevante ai fini del valore dell'impresa. Le teorie successive cercano poi di evidenziare gli elementi critici o mancanti del precedente modello e agiscono da teorie condizionate, che in quanto tali mettono in luce lo specifico ruolo di un certo fattore (imposte, aspetti comportamentali, incompletezza contrattuale, asimmetria informativa, ecc.). È opportuno precisare in via preventiva che nessuna di queste teorie possiede uno scopo normativo, nel senso che non si pone come sostenitrice di una corrente di pensiero assoluta, ma piuttosto è volta ad indagare quali sono i comportamenti reali osservati dalle imprese, avendo dunque una valenza positiva. Prima del lavoro di Modigliani-Miller il criterio generale nella scelta delle fonti di finanziamento era dato dalla minimizzazione

del costo del capitale di un'impresa. Ne deriva una relazione inversa tra il valore di mercato dell'impresa e il costo medio ponderato del capitale (costo del debito più costo dell'equity). Si supponga a titolo di esempio un'azienda avente solo un tipo di equity (S) e un solo tipo di debito (B), per cui vale la seguente uguaglianza: $V = S + B$, dove V è il valore di mercato dell'impresa. In questo caso, partendo da una situazione di zero debito, è possibile ridurre il costo medio ponderato del capitale attraverso l'emissione di debito. Queste considerazioni derivano dalla differente rischiosità delle due fonti (il debito dà diritto a pagamenti certi, mentre l'equity no) e dal fatto che posta l'assenza di obbligazioni preesistenti si rende trascurabile la possibilità che si verifichi la bancarotta dell'impresa. La relazione che ne deriva può essere rappresentata graficamente nel seguente modo:

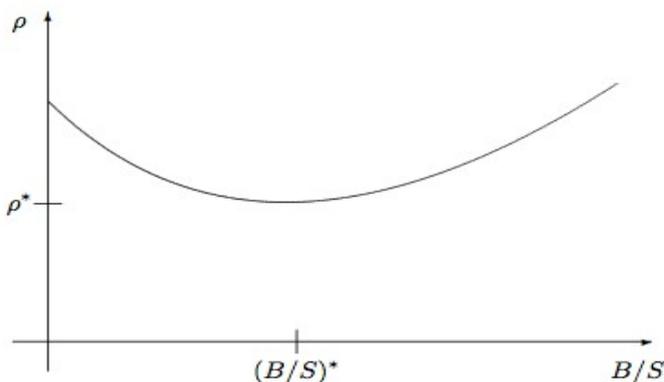


Tabella 1: Il costo medio ponderato come funzione del leverage.²

² Bailey, R. E., *The Economics of Financial Markets*, 2003.