

Struttura della proprietà, conflitti d'interesse e politica dei dividendi delle imprese italiane

Maurizio Murgia

Università di Pavia

INTRODUZIONE

La politica dei dividendi delle imprese italiane ha recentemente interessato diversi studiosi, contribuendo ad ampliare le nostre conoscenze sui cosiddetti «fatti stilizzati» di questa decisione finanziaria, ma anche a sollevare il quesito – come già accaduto nella letteratura internazionale – sulle motivazioni che spingono le imprese a pagare i dividendi¹. In questo lavoro viene proposta una nuova analisi empirica che spiega le decisioni di *payout* delle imprese all'interno della teoria dei costi di agenzia, ed in particolare dimostra che i dividendi sono un meccanismo per mitigare i conflitti d'interesse tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza.

Nel sistema economico italiano la politica dei dividendi risulta una decisione finanziaria rilevante solo per le società quotate in Borsa. Ratti e Rigotti (1991), analizzando un vasto campione d'impresе censite dalla Centrale dei Bilanci per il periodo 1982-87, rilevano che solo il 2 per cento di esse ha sempre distribuito dividendi. Oltre la metà del campione non ha mai pagato dividendi. Evidentemente nel sistema delle piccole e medie imprese la remunerazione del capitale di rischio assume forme diverse dall'erogazione dei dividendi. Viceversa, nelle società quotate in borsa vige la regola di pagare costantemente i dividendi. Questa regolarità viene dimostrata nella tabella 1, dove si

Desidero ringraziare Alberto Cybo-Ottone, Marco Ratti e Sandro Sandri per gli utili commenti ad una versione preliminare. Altri utili suggerimenti sono stati offerti dai partecipanti alla Giornata di studio: «Il contributo della teoria dell'agenzia allo studio dei rapporti tra azionisti e tecnostruttura manageriale», organizzata dal Dipartimento di Discipline Economico-Aziendali dell'Università di Bologna (maggio 1992). Paolo Gazzaniga e Stefano Previtali hanno fornito una valida assistenza alla raccolta dati. La ricerca ha usufruito del sostegno finanziario del MURST (Fondi 40 per cento) e della CARIPLO.

¹ Per l'illustrazione del dilemma dei dividendi si veda l'originale articolo di Black (1976). Brealey e Myers (1990) descrivono al capitolo 16 la controversia sui dividendi e, nel capitolo conclusivo, giudicano la politica dei dividendi come uno dei dieci problemi irrisolti della finanza.

TAB. 1. Società quotate alla Borsa Valori di Milano che non hanno distribuito dividendi nel periodo 1981-90

Anno	Numero società quotate ¹	Società quotate che non hanno distribuito dividendi	
		Percentuale sul numero delle società quotate ²	Percentuale sulla capitalizzazione del mercato ³
1981	133	33,83	22,67
1982	132	28,03	17,52
1983	138	26,09	12,29
1984	139	21,58	11,44
1985	143	16,78	11,89
1986	147	12,24	1,85
1987	184	5,98	0,73
1988	204	6,37	1,70
1989	211	5,69	1,46
1990	217	9,22	3,92
Media globale 1981-90		14,93	4,05

Nota: la tabella riporta nella colonna 2 il rapporto percentuale tra società quotate che non hanno distribuito dividendi nel corso dell'anno e società effettivamente quotate all'inizio dell'anno (colonna 1). Nella colonna 3 il rapporto percentuale è stato calcolato tra la somma delle capitalizzazioni di borsa all'inizio dell'anno delle società quotate che non hanno distribuito dividendi e la capitalizzazione totale della Borsa Valori di Milano all'inizio dell'anno. Le medie globali sono medie ponderate calcolate sui valori dell'intero periodo 1981-90. Le elaborazioni sono state eseguite su dati rilevati dai volumi di *Indici e dati*, Mediobanca, e da *Il comportamento in borsa dei valori azionari*, a cura del Servizio statistica del Comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa Valori di Milano.

evidenzia quanto sia modesto il peso delle società che non pagano i dividendi: queste sono in genere confinabili nel gruppo delle *small firm*. Ad esse, come è noto, è frequentemente attribuito un anomalo comportamento dei prezzi, che produce dei rendimenti più elevati in relazione al rischio, e che in passato aveva sollevato un ulteriore dilemma all'interno del dibattito sulle relazioni tra prezzi e *dividend yield* (vedi Christie, 1990, per la sua soluzione).

Ci si può quindi chiedere cosa accade – nella politica dei dividendi – alle società che decidano di andare sul mercato. Nella tabella 2 si presenta una statistica rilevante sotto un duplice aspetto. Le società di nuova quotazione appartengono – dal punto di vista della politica dei dividendi – a quello sparuto drappello di imprese non quotate che distribuiscono regolarmente i dividendi e, in secondo luogo, tra i «costi» della quotazione in borsa vi è da annoverare un significativo ritocco del *payout* obiettivo. La modifica del rapporto di distribuzione che si osserva in seguito alla quotazione è poi una prima indicazione della presenza dei costi di agenzia; probabilmente l'aumento del numero degli azionisti costringe ad una revisione del *payout*.

Se quindi la politica dei dividendi delle società quotate è un fatto importante, quali sono le ricorrenze empiriche che alimentano il dilemma dei dividendi nel caso italiano? La prima cattiva notizia viene dalla relazione dividendi-

TAB. 2. P

M
gl
15

(a) Il test post-quot significati nulla (F =

Nota precedent utili netti rate solo precedent Le elabor taccuino a

valore serie te che ci politica possibi preferi zano si effetti strano narie. del pro plausib liano. valore il valor di circ solo in La dendi: dendi?

TAB. 2. *Politica dei dividendi delle società di nuova quotazione alla Borsa Valori di Milano nel periodo 1984-88*

Anno	Numero società	Payout medio	
		Pre-quotazione ¹	Post-quotazione ²
1984	8	0,549	0,467
1985	10	0,340	0,531
1986	34	0,539	0,618
1987	18	0,518	0,746
1988	12	0,466	0,525
Media globale 1984-88	82	0,500	0,607
Test $t = 2,58$ valore $p = 0,01$ (a)			

(a) Il test t verifica l'ipotesi che il *payout* medio pre-quotazione sia statisticamente diverso dal *payout* medio post-quotazione per l'intero campione 1984-88. Il livello di probabilità marginale riportato è per il test di significatività a due code. Il test F sull'uguaglianza delle variazioni delle due distribuzioni non rifiuta l'ipotesi nulla ($F = 1,08$ valore $p = 0,72$).

Nota: la tabella riporta il *payout* medio ponderato (totale dividendi/totale utili netti) dei tre esercizi precedenti l'anno di quotazione in Borsa (colonna 1), ed il *payout* medio ponderato (totale dividendi/totale utili netti) dei tre esercizi decorrenti dall'anno di quotazione (colonna 2). Nel campione sono state considerate solo le società quotate per la prima volta nel mercato secondario, escludendo quindi sia le società precedentemente quotate in altre Borse Valori, sia le società precedentemente quotate al Mercato ristretto. Le elaborazioni sono state eseguite su dati rilevati dai volumi: *Il calepino dell'azionista*, Mediobanca, e *Il taccuino dell'azionista*, Sasip-Databank.

valore di mercato. In un mio lavoro ancora inedito (Murgia, 1992), utilizzando serie temporali per gli anni 1981-90 non si ottiene nessuna evidenza statistica che ci consenta di affermare che il prezzo dei titoli ordinari sia influenzato dalla politica dei dividendi. In altri termini, anche per il mercato italiano non è possibile argomentare che nel medio-lungo periodo sono gli investitori che preferiscono i dividendi o gli investitori avversi al dividendo coloro che influenzano significativamente i prezzi dei titoli. La seconda cattiva notizia arriva dagli effetti dell'imposizione fiscale sui dividendi. Michaely e Murgia (1991) dimostrano che la Borsa italiana penalizza fortemente i dividendi delle azioni ordinarie. Allo stacco delle cedole questi titoli rilevano dei rapporti tra variazione del prezzo *cum-ex* e dividendo unitario (*dividend premium*) inferiori ad ogni plausibile valore che rifletta l'aliquota fiscale media del mercato azionario italiano. Queste prime due regolarità empiriche portano sostegno all'ipotesi che il valore di mercato delle azioni ordinarie dipende in realtà da altri fattori (forse, il valore del controllo) e non dai dividendi, essendo svantaggiate sia dal regime di circolazione (nominativo) che dal regime fiscale; quest'ultimo penalizzante solo in caso di redditi elevati, data la presenza del credito d'imposta.

La terza notizia riguarda un altro importante punto del dilemma dei dividendi: perché le imprese non comprano azioni proprie invece di pagare dividendi? Lovati (1992) analizza l'andamento dei *buy-back* nel mercato italiano

per il periodo 1984-90. Sebbene il fenomeno si presenti in ascesa, l'autore attribuisce alla recente modifica normativa lo scarso peso che comunque hanno queste operazioni nel nostro mercato mobiliare. Utilizzando i dati aggregati presentati da Lovati, è possibile avere una indicazione più utile ai nostri fini. L'incidenza dei fondi totali a disposizione per l'acquisto di azioni proprie sul totale dividendi distribuiti dalle società quotate alla Borsa Valori di Milano nel periodo 1984-90 è risultata in media del 13,28 per cento².

L'acquisto di azioni proprie, in definitiva, è assai lontano dall'essere un'alternativa ai dividendi. La ragione per cui le imprese (non solo italiane) utilizzano poco l'acquisto di azioni proprie per distribuire «valore» agli azionisti è squisitamente economica e non istituzionale. Essa è infatti legata, soprattutto, alle relazioni intercorrenti tra liquidità dei titoli e costo del capitale. I *buy-back* riducono il capitale azionario in circolazione aumentando lo *spread* (denaro-lettera) e quindi il rendimento richiesto dagli investitori, mentre i dividendi svolgono un ruolo di aumento della liquidità dei titoli³. Nel caso italiano poi, il raggiungimento delle vere finalità delle operazioni di acquisto delle azioni proprie (si veda l'analisi di Brennan, Thakor 1990) sarebbe compromesso da due peculiari condizioni negative del nostro mercato: 1) lo scarso «flottante» di molte società quotate (si veda Berlanda, 1991); 2) l'asimmetria informativa che si osserva tra i partecipanti al mercato, documentata oramai in diversi studi empirici (si veda ad esempio Baccolini et al., 1991). Detto in altri termini, ci sembra improponibile per molte società varare dei *buy-back* quando il problema è semmai di aumentare il capitale in circolazione, ed inoltre se l'operazione non è assistita da una buona *disclosure* sarà inevitabile provocare un aumento della volatilità dei titoli che danneggerà, soprattutto, i soliti piccoli meno informati azionisti.

L'ultima notizia è finalmente una buona notizia. L'annuncio dei dividendi delle azioni ordinarie produce un non trascurabile effetto sui prezzi di mercato. Murgia (1991) evidenzia questa regolarità empirica negli anni 1981-88 per diverse tipologie di annuncio⁴. Questa osservazione può essere sfruttata per

² Le elaborazioni sono state così ricavate. I dati di Lovati (1992) sono stati rilevati dalla tabella 3 a pag. 39 e si riferiscono a valori inseriti nello Stato Patrimoniale delle Società. Per gli stessi esercizi abbiamo rilevato dai volumi di Indici e Dati di Mediobanca i dividendi totali delle sole società quotate a Milano. La media calcolata è una media ponderata. Bisogna infine aggiungere che - come rileva lo stesso Lovati (1992) - i fondi totali a disposizione non sono mai stati interamente utilizzati.

³ Questi concetti sono i fondamenti di una innovativa letteratura sulle relazioni tra la microstruttura dei mercati e la finanza delle imprese. Per un primo esempio si veda Barclay, Smith 1988.

⁴ Canovi (1991, cap. 2) ha esaminato gli annunci dei dividendi sia per le azioni ordinarie che per le azioni di risparmio nell'anno 1989. I suoi risultati non confermano l'effetto informativo dell'annuncio dei dividendi.

soster
cato,
scenza
infatti
della
perch
scono
conse
inform
inform
luta n
Il
zate l
i cost
contie

TEORI

La
delle
insorg
nisti c
La mi
contro
contro
questi
che c
seguit
strum
forzar
soster

5
veda M
6
(1991)
dividen
7
(1991)
siano u

sostenere che il dividendo svolge un ruolo informativo importante in un mercato, come già detto, in cui le informazioni di qualità sono scarse e a conoscenza di pochi. L'effetto sui prezzi provocato dagli annunci dei dividendi è infatti alla base della teoria dei segnali⁵. Una teoria applicata a diversi aspetti della finanza delle imprese ma che risulta difficile conciliare con i dividendi, perché questi sono prevalentemente stabilizzati dalle imprese e, al più, costituiscono una grossolana informazione sulla situazione aziendale, mentre non ci consentono di prevedere gli utili⁶. Se quindi i dividendi sono solo una nuova informazione od anche un segnale al mercato da parte del *management* più informato sulle prospettive dell'impresa, è una questione empirica tutt'ora insoluta non solo nel caso italiano⁷.

Il resto del lavoro è così organizzato: nella seconda parte vengono analizzate le principali linee teoriche che sostengono il ruolo dei dividendi per ridurre i costi di agenzia; la terza parte presenta le analisi empiriche e l'ultima parte contiene le conclusioni.

TEORIA DEI COSTI DI AGENZIA E POLITICA DEI DIVIDENDI

La teoria dei costi di agenzia trova una prima formalizzazione nella finanza delle imprese con il noto articolo di Jensen e Meckling (1976). I costi di *agency* insorgono quando il proprietario-*manager* vende parte della sua quota agli azionisti di minoranza che non hanno possibilità di interferire sulle scelte gestionali. La misura di tali costi è quindi data dalla differenza tra il valore dell'impresa controllata al 100 per cento dall'unico proprietario ed il valore dell'impresa controllata con una quota inferiore al 100 per cento. Il proprietario può ridurre questi costi attraverso dei meccanismi di garanzia, delle forme di certificazione che contribuiscano ad avvalorare l'ipotesi che le strategie d'impresa siano perseguite nell'interesse di *tutti* gli azionisti. Naturalmente i meccanismi e gli strumenti utilizzati per ridurre i costi di agenzia sono a loro volta costosi, forzando il proprietario-*manager* a trovare un efficiente bilanciamento nei costi sostenuti per gestire i conflitti d'interesse con gli altri azionisti.

⁵ Il contenuto informativo dei dividendi fu suggerito già da Modigliani e Miller (1961). Si veda Miller (1987) per una recente rassegna sull'evoluzione della letteratura su questo tema.

⁶ Su questo punto si veda il modello di Kumar (1988). Ratti e Rigotti (1991) e Sembenelli (1991), nelle loro stime del processo di aggiustamento parziale di Lintner (1956), confermano il *dividend smoothing* delle imprese italiane.

⁷ È comunque interessante notare che Ratti e Rigotti (1991), Sembenelli (1991) e Murgia (1991) – servendosi di campioni e metodologie diverse – escludono la possibilità che i dividendi siano utilizzati per segnalare al mercato.

Rozeff (1982) ha per primo utilizzato questo schema concettuale per spiegare la politica dei dividendi delle imprese. Nel modello proposto, i dividendi costituiscono un valido meccanismo per ridurre i costi di agenzia che insorgono dalla struttura della proprietà. Tuttavia, non è credibile che i soli costi di *agency* siano sufficienti a spiegare perché le imprese pagano i dividendi. Le decisioni di *payout* interagiscono con le altre decisioni finanziarie, ed in particolare sono influenzate dai costi di transazione conseguenti alla raccolta di mezzi finanziari necessari per i piani d'investimento. Il *payout* delle imprese può quindi essere spiegato, contemporaneamente, dalla politica degli investimenti, dei finanziamenti e dalla misura dei costi di agenzia.

L'analisi di Easterbrook (1984) è ancora più incisiva: i dividendi sono lo strumento per forzare gli azionisti-*manager* a confrontarsi con le valutazioni del mercato dei capitali. I dividendi riducono le risorse finanziarie a disposizione del capitale di comando, riducendo il potere del *management* ed il contrasto tra obiettivi della direzione ed obiettivi degli azionisti di minoranza (vedi anche Donaldson, 1963).

Jensen (1986) sostiene che il conflitto d'interessi tra azionisti e *manager* sulle politiche di *payout* risulterà particolarmente acuto quando l'impresa genera cospicui flussi finanziari in eccesso rispetto alle opportunità d'investimento che abbiano un valore attuale netto positivo. Nella teoria dei *free cash flow* di Jensen i dividendi svolgono un ruolo di *bonding*, che può essere alternativo ai debiti. Le imprese, utilizzando un giusto bilanciamento tra *leverage* e dividendi, di fatto si impegnano ad erogare i futuri flussi finanziari e a migliorare l'efficienza economica. Indebitamento e politica dei dividendi sono quindi strumenti per ridurre i costi di agenzia dei *free cash flow*, riducendo le risorse finanziarie discrezionali a disposizione del capitale di comando⁸. L'utilità di tali meccanismi per gestire i conflitti d'interesse tra le diverse classi di azionisti deriva dalla loro trasparenza, dall'essere cioè forme «visibili» di certificazione dell'operato dei *manager*, e dalla loro semplicità che consente ad ogni singolo azionista di apprezzare la *performance* del *management* senza incorrere in rilevanti costi per il controllo delle loro attività. Tale punto di vista è in netto contrasto con le argomentazioni di Fama (1980), il quale sostiene invece l'utilità delle regole del mercato del lavoro manageriale per forzare le decisioni dei dirigenti verso progetti economicamente validi e quindi verso la massimizzazione del valore dell'impresa. Analizzando alcuni studi empirici, indirettamente, si può dedurre che probabilmente ha ragione Jensen. Infatti, sebbene i con-

⁸ In letteratura è stata poi avanzata l'idea che i costi di agenzia possano essere ridotti dalle imprese attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari complessi che incorporano dei profili di rendimento-rischio tipici delle opzioni. Si veda ad esempio il modello di Haugen e Senbet (1981), mentre Ecchia (1985) propone l'istituzione di titoli periodicamente convertibili per risolvere le divergenze tra gli azionisti in materia di destinazione degli utili.

tratti-ince
mente cc
evidenzia
solo un 2
tali contr

Altri :
la massin
controllo
tura della
empirica
riato con

Nel
sostanzia
dei confl
debito e
alla dirig

Tra
conferme
delle imp
Ratti, Ri
non li ar
tare) i d
relazione
costi di
energica
annunci
dei *free c*
dei divic
degli ste

ANALISI F

Modelli

In q
tra i costi
una rep

⁹ È l
tesi alla r
mercato (o
¹⁰ La
più comp

tratti-incentivo utilizzati per la remunerazione dei *manager* siano significativamente correlati con alcune misure di *performance* dell'impresa, Murphy (1985) evidenzia che per una variazione del valore delle azioni del 10 per cento vi è solo un 2 per cento di variazione dei compensi dei dirigenti, confermando che tali contratti hanno una limitata efficacia nel ridurre i conflitti d'interesse.

Altri meccanismi per forzare i *manager-azionisti* ad intraprendere attività per la massimizzazione del valore sono presenti nel mercato per il trasferimento del controllo che, mentre possono funzionare in sistemi economici con una struttura della proprietà d'impresa più frazionata (si veda la rassegna dell'evidenza empirica in Jensen, Warner 1988), saranno poco efficaci in mercati ad azionariato concentrato come il nostro (vedi l'analisi di Caprio, 1991).

Nel caso italiano, in definitiva, è fin troppo facile prevedere – data la sostanziale coincidenza del *management* con la proprietà – che nella riduzione dei conflitti d'interesse potranno essere credibili meccanismi visibili come il debito e i dividendi, e molto meno – se non affatto – sia i contratti-incentivo alla dirigenza che il mercato per il *corporate control*⁹.

Tra gli studi empirici italiani vi sono già, a mio avviso, delle indirette conferme sulle previsioni della teoria dei costi di agenzia. Se il comportamento delle imprese italiane è consistente con il *dividend smoothing* di Lintner (vedi: Ratti, Rigotti 1991; Sembenelli, 1991) allora i dividendi «seguono» gli utili e non li anticipano. Ciò dimostra che le società procedono ad erogare (aumentare) i dividendi quando il rendimento dei creditori risulta troppo elevato in relazione al rischio, bilanciando l'utilizzo dei due meccanismi di controllo dei costi di *agency*. Il fatto poi che il mercato azionario reagisca in maniera più energica agli annunci di taglio del dividendo, rispetto a quanto accade per gli annunci di aumento delle cedole (vedi Murgia, 1991), è compatibile con l'idea dei *free cash flow*, che prevede che il mercato punirà decisamente l'azzeramento dei dividendi mentre mostrerà una maggiore cautela nel valutare gli aumenti degli stessi¹⁰.

ANALISI EMPIRICA

Modelli stimati

In questo lavoro stimiamo due modelli empirici per analizzare la relazione tra i costi di agenzia e la politica dei dividendi delle imprese italiane. Il primo è una replica di quanto proposto e stimato da Rozeff (1982) per il mercato

⁹ È forse superfluo sottolineare che il primo meccanismo di controllo dei comportamenti tesi alla massimizzazione del valore non risiede nei mercati finanziari ma, innanzitutto, nel mercato (o settore) in cui l'impresa opera. Noi assumiamo questa ipotesi a priori.

¹⁰ Lang e Litzenberger (1989) dimostrano che gli annunci di variazione dei dividendi sono più compatibili con la teoria dei *free cash flow* che con la teoria dei segnali.

statunitense. Il secondo modello è stato da noi studiato per verificare direttamente le ipotesi di Jensen (1986) e dimostrare il ruolo dei *free cash flow* nell'acuire i conflitti d'interesse tra le diverse classi di azionisti dell'impresa.

Il modello di Rozeff (1982) può essere formalizzato nella seguente regressione multivariata:

$$(1) \quad \text{PAYOUT}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CRESCITA-1}_{i,t} + \gamma_2 \text{CRESCITA-2}_{i,t} + \gamma_3 \text{BETA}_{i,t} + \\ + \gamma_4 \text{INSID}_{i,t} + \gamma_5 \text{AZNS}_{i,t} + \omega_{i,t}$$

PAYOUT, la variabile dipendente, è l'usuale *proxy* della politica dei dividendi e viene calcolata come rapporto tra i dividendi distribuiti e gli utili netti. La crescita dell'impresa è stata approssimata con due variabili: il tasso di crescita del fatturato (CRESCITA-1) e le previsioni di sviluppo del fatturato formulate da istituzioni esterne indipendenti (CRESCITA-2). Queste variabili svolgono il ruolo di *proxy* per i costi di transazione che occorre affrontare nella raccolta di mezzi finanziari, presumendo che all'aumentare del volume d'affari sia necessario ricorrere più frequentemente ai finanziamenti esterni per sostenere la crescita. La relazione con il *payout* è pertanto negativa, in quanto ci attendiamo che la distribuzione dei dividendi sarà ridotta nelle imprese in sviluppo. BETA è il coefficiente beta del titolo (rischio sistematico) che è un secondo surrogato per la leva finanziaria ed operativa dell'impresa, ed anche per questa variabile valgono le medesime considerazioni appena fatte per la crescita. INSID è la percentuale del capitale azionario ordinario detenuta dal principale azionista (l'*insider* dominante), ed è la prima *proxy* per i costi di agenzia, mentre AZNS è il numero degli azionisti (trasformato in log) e la seconda *proxy* per i costi di *agency*. La quota dell'*insider* dominante (INSID) dovrebbe esercitare un'influenza negativa sulla politica dei dividendi perché l'azionista principale ha uno scarso interesse a distribuire elevati dividendi, mentre la dispersione dell'azionariato (AZNS) dovrebbe essere correlata positivamente con il *payout*, perché all'aumentare del numero degli azionisti l'impresa subirà maggiori pressioni per aumentare i dividendi.

Anche nel secondo modello la metodologia seguita si basa su una regressione multivariata, formalmente:

$$(2) \quad \text{PAYOUT}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{CRESCITA-1}_{i,t} + \gamma_2 \text{CRESCITA-2}_{i,t} + \gamma_3 \text{BETA}_{i,t} + \\ + \gamma_4 \text{D1-INSID}_{i,t} + \gamma_5 \text{D2-INSID}_{i,t} + \gamma_6 \text{D1-AZNS}_{i,t} + \gamma_7 \text{D2-AZNS}_{i,t} + \omega_{i,t}$$

dove

$$\text{D1} \begin{cases} \text{INSID o AZNS se il free-cash-flow} < \text{valore mediano del campione} \\ 0 \text{ negli altri casi} \end{cases}$$

$$\text{D2} \begin{cases} \text{INSID o AZNS se il free-cash-flow} > \text{valore mediano del campione} \\ 0 \text{ negli altri casi} \end{cases}$$

Com
dalla dis
alti fluss
biamo ut
un grup
verificare
nascono
flussi fin

perché, a
dell'*insid*
nisti di n
inferiore
dispersio

perché, a
degli azic
Il coeffic
ficiente c

Campion

Per c
alla Bors

● so
quindi i

● so
● so

ciò per
approssit

Il PAY
tando qu
bilancio.

due eser

Tobin e
ciò perch

Il rappor
debiti fin

Come si potrà notare, l'aspetto differenziale del secondo modello nasce dalla disaggregazione delle *proxy* per i costi di agenzia per imprese con bassi o alti flussi finanziari discrezionali. Onde dividere equamente il campione abbiamo utilizzato il valore mediano dei *free cash flow* per collocare un'impresa in un gruppo o nell'altro. Questa formalizzazione analitica ci consente poi di verificare direttamente se i conflitti d'interesse per la politica dei dividendi nascono già dalla struttura della proprietà o emergono in realtà in presenza di flussi finanziari in eccesso. Analiticamente dovremmo infatti osservare che

$$\gamma_5 < \gamma_4$$

perché, all'aumentare dei flussi finanziari discrezionali, maggiore è il potere dell'*insider* dominante minore sarà l'interesse a distribuire dividendi agli azionisti di minoranza. Il coefficiente di D2-INSID dovrà quindi risultare negativo e inferiore al coefficiente di D1-INSID. Con la stessa logica, per la *proxy* sulla dispersione dell'azionariato, dovremmo osservare che

$$\gamma_7 > \gamma_6$$

perché, all'aumentare dei flussi finanziari discrezionali, maggiore è il numero degli azionisti maggiori saranno le pressioni per distribuire più elevati dividendi. Il coefficiente di D2-AZNS dovrà quindi risultare positivo e maggiore del coefficiente di D1-AZNS.

Campione e dati

Per ogni anno del periodo 1983-90 abbiamo selezionato le società quotate alla Borsa Valori di Milano con le seguenti caratteristiche:

- società appartenenti a settori economici non finanziari (escludendo quindi i titoli assicurativi, bancari e le *holding*);
 - società quotate da almeno un triennio;
 - società che hanno pagato dividendi per almeno due esercizi consecutivi;
- ciò per evitare l'inclusione di errori nella variabile dipendente e per meglio approssimare per ogni impresa il *payout* obiettivo.

Il *PAYOUT* è stato calcolato come media ponderata nei due esercizi, rapportando quindi la somma dei dividendi distribuiti alla somma degli utili netti di bilancio. *CRESCITA-1* è il tasso (geometrico) di sviluppo del fatturato netto nei due esercizi. *CRESCITA-2* è stata approssimata con un surrogato del noto *q* di Tobin e non con le previsioni sul fatturato come nelle stime di Rozeff (1982); ciò perché queste previsioni non sono facilmente reperibili nel nostro mercato. Il rapporto *q* è stato calcolato tra la somma della capitalizzazione di borsa e dei debiti finanziari a valore contabile e la somma del capitale investito netto

(Attività Immobilizzate Nette + Capitale Circolante Netto) nei due esercizi. Con questa variabile abbiamo voluto catturare, soprattutto, le potenzialità di crescita dell'impresa valutate dal mercato. Analizzando altri studi empirici italiani pensiamo che un'altra variabile utile da utilizzare per la crescita sia il semplice livello medio del fatturato (si vedano le stime di Ratti, Rigotti 1991). Abbiamo pertanto definito CRESCITA-3 come fatturato medio dei due esercizi (trasformato in log), che abbiamo utilizzato nei modelli stimati in alternativa alla variabile CRESCITA-1. BETA, il rischio sistematico del titolo ordinario, è stato stimato con tre anni di dati giornalieri utilizzando la metodologia descritta in Murgia (1989). INSID è la media semplice dei due esercizi della quota di controllo del capitale ordinario dell'azionista principale (o Gruppo, se la società è controllata con più soggetti facenti capo allo stesso Gruppo). AZNS è la media semplice dei due esercizi del numero di azionisti conosciuti - in genere - nel periodo di approvazione dei bilanci. Quale *proxy* dei *free cash flow* abbiamo calcolato per ogni esercizio il seguente flusso finanziario

$$\text{MOL} + / - \text{PROVENTI (ONERI) FINANZIARI} - \text{IMPOSTE}$$

La somma di tali flussi per i due esercizi è stata poi rapportata alla somma della capitalizzazione di borsa rilevata alla fine di ogni anno solare. La *proxy* dei *free cash flow* è quindi una media ponderata della stima dei flussi finanziari discrezionali rispetto al valore di mercato della società. Alla ricerca di ulteriori e più affinate misure di *free cash flow* abbiamo calcolato diverse varianti di questa variabile. La prima, utilizzando quale variabile di scala il Capitale Investito Netto. La seconda, considerando anche la variazione del Capitale Circolante Netto nel flusso finanziario del numeratore. In questo modo abbiamo calcolato come *free cash flow* una misura vicina alla Posizione Finanziaria dell'impresa (su questi concetti si veda Brugger, 1980, cap. 5). La terza, considerando il flusso del numeratore al netto dei dividendi distribuiti. Abbiamo infine stimato il modello con le diverse combinazioni possibili delle misure descritte. Nessuna di esse ci consente di modificare le conclusioni qualitative delle analisi empiriche. I risultati che si presentano sono quindi basati sulla misura che pensiamo più semplice ma anche meno controversa, di *free cash flow*.

Nella tabella 3 riassumiamo la statistica e la descrizione delle variabili utilizzate nelle analisi di regressione, nonché le fonti utilizzate per rilevare i dati.

Discussione dei risultati

Le stime del primo modello sono riportate nella tabella 4. I risultati sono alquanto deludenti e, in alcuni casi, inaccettabili da un punto di vista econometrico. L'unico fattore che sembra influenzare significativamente la politica dei

Variabile

Payout

CRESCITA-1

CRESCITA-2

CRESCITA-3

BETA

INSID

AZNS

Free-Cash-1

Nota:
a) le imprese
due esercizi
sopra menz

Fonti:
rilevati e c
società itali
di Analitic
Borsa Valo

dividen
rappres
Questo
politica
cativo r
quello
buon si
politica
hanno

TAB. 3. Variabili utilizzate nelle analisi di regressione

Variabile	Statistica e descrizione delle caratteristiche		
	Statistica	Descrizione	
Payout	Media	0,705	Payout medio ponderato di due esercizi, calcolato come rapporto tra la somma dei dividendi distribuiti e la somma degli utili netti di bilancio
	Mediana	0,677	
	Dev Std	0,278	
CRESCITA-1	Media	0,155	Tasso di crescita del fatturato di due esercizi, calcolato come variazione media composta del fatturato netto
	Mediana	0,112	
	Dev Std	0,389	
CRESCITA-2	Media	1,652	Proxy del q di Tobin. È stato calcolato come rapporto tra la somma della capitalizzazione di borsa e l'indebitamento finanziario a valore contabile per ciascun esercizio e la somma del capitale investito netto per ciascun esercizio
	Mediana	1,381	
	Dev Std	1,034	
CRESCITA-3	Media	12,213	Logaritmo naturale della media semplice del fatturato di due esercizi
	Mediana	12,233	
	Dev Std	1,495	
BETA	Media	0,959	Coefficiente BETA stimato con tre anni di dati giornalieri. Il BETA è asintoticamente determinato con la metodologia descritta in Murgia (1989) utilizzando 15 intervalli temporali diversi per le stime del modello di mercato. L'indice utilizzato è il MISE, indice <i>equally-weighted</i> della Borsa Valori di Milano
	Mediana	0,934	
	Dev Std	0,438	
INSID	Media	0,557	Quota media di controllo del capitale azionario detenuta dal principale azionista (o gruppo, se più azionisti principali fanno riferimento ad uno stesso gruppo). È stata calcolata come media semplice degli ultimi due anni
	Mediana	0,541	
	Dev Std	0,161	
AZNS	Media	7,886	Logaritmo naturale della media semplice del numero degli azionisti rilevato negli ultimi due anni
	Mediana	7,705	
	Dev Std	1,206	
Free-Cash-Flow	Media	0,155	Proxy dei flussi finanziari discrezionali. Sono stati calcolati come rapporto tra la somma della seguente espressione: MOL +/- PROVENTI (ONERI FINANZIARI - IMPOSTE) rilevata per ciascun esercizio e la somma della capitalizzazione totale di borsa rilevata alla fine di ciascun anno solare
	Mediana	0,114	
	Dev Std	0,268	

Nota: il campione di imprese manifatturiere analizzato è stato composto selezionando dal 1983 al 1990: a) le imprese quotate in borsa da almeno tre anni; b) le imprese che hanno distribuito dividendi negli ultimi due esercizi. In ogni anno abbiamo calcolato le variabili di seguito descritte per ogni impresa con le sopramenzionate caratteristiche. Il campione finale è il risultato di 375 osservazioni.

Fonti: per le variabili Payout, CRESCITA, INSID, AZNS free-cash-flow i dati sono stati simultaneamente rilevati e controllati da: 1- le pubblicazioni di Mediobanca (*Il calepino dell'azionista, Indici e Dati, Le principali società italiane, R&S*); 2- *Il taccuino dell'azionista* di Sasip Databank; 3- Guida analitica *handbook* Borse Valori di Analitica Srl. Le stime del BETA sono state effettuate con il Database costruito con dati forniti dal CED - Borsa Valori di Milano.

dividendi è la crescita. In particolare sia la seconda che la terza variabile tese a rappresentare questa influenza sono sempre statisticamente significative. Questo risultato conferma che gli investimenti influenzano negativamente la politica dei dividendi. CRESCITA-1 non sembra avere un particolare potere esplicativo nel caso italiano a differenza dei risultati mostrati da Rozeff (1982) per quello statunitense. Probabilmente il tasso di sviluppo del fatturato non è un buon surrogato (o ha scarso peso) per le pressioni della leva finanziaria sulla politica dei dividendi. I coefficienti stimati per la proxy sull'azionista dominante hanno addirittura il segno sbagliato. Un risultato che può avere una spiegazione

TAB. 4. Stime OLS della relazione cross-sezionale tra payout e crescita dell'impresa, rischio sistematico, quota di controllo del capitale ordinario dell'azionista dominante e log del numero degli azionisti; campione per gli anni 1983-90, N=375

Variabili indipendenti (statistiche)	Stime dei parametri			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Costante	0,775 (6,68)	0,938 (6,90)	0,946 (6,99)	0,833 (6,08)
CRESCITA-1	-0,031 (-0,53)			
CRESCITA-2	-0,029 (-2,61)	-0,037 (-3,02)	-0,036 (-3,02)	
CRESCITA-3		-0,033 (-2,44)	-0,033 (-2,53)	-0,024 (-1,91)
BETA	-0,045 (-1,28)	-0,039 (-1,12)		-0,035 (-0,99)
INSID	0,002 (0,02)	0,040 (0,42)	0,025 (0,26)	0,033 (0,35)
AZNS	0,003 (0,25)	0,031 (1,73)	0,027 (1,62)	0,023 (1,33)
Significatività della regressione (valore p) OLS R ²	0,29 0,003	0,05 0,017	0,04 0,016	0,34 0,001

solo con la particolare struttura della proprietà delle imprese italiane quotate. Infatti, la sua scarsa variabilità - cioè la concentrazione del potere di controllo - non riesce a far emergere una influenza significativa sulla politica dei dividendi. Si potrà osservare che abbiamo stimato diverse versioni del modello, sia per verificare eventuali fenomeni di multicollinearità sia per ricercare alternative rappresentazioni del problema.

La stima del secondo modello trova quindi una sua giustificazione nell'isolare un fattore che possa far emergere la presenza dei conflitti d'interesse nella struttura della proprietà e quindi l'influenza sulle politiche di *payout*. Nella tabella 5 si nota la sostanziale diversità di risultati quando controlliamo per la presenza di più o meno elevati flussi finanziari discrezionali. È appena il caso di sottolineare che i risultati non cambiano perché inseriamo i *free cash flow* quale variabile esplicativa. I *free cash flow* sono solo una variabile per ripartire il campione a seconda che una impresa si trovi in una fase del ciclo di vita piuttosto che in un'altra.

Le diverse versioni stimate del secondo modello ci confermano che non esistono rilevanti problemi di multicollinearità e che la nostra specificazione è robusta. Le variabili che approssimano la CRESCITA hanno il segno corretto; anche in questa seconda stima solo la seconda e la terza versione sono sempre significative. Il coefficiente BETA è ora statisticamente significativo almeno al 10 per cento e in questo caso forse vi possono essere degli effetti di collinearità

TAB. 5. Stime OLS della relazione cross-sezionale tra payout e crescita dell'impresa, rischio sistematico, quota di controllo del capitale ordinario dell'azionista dominante e log del numero degli azionisti; campione per gli anni 1983-90, N=375

Variabili indipendenti (statistiche)
Costante
CRESCITA-1
CRESCITA-2
CRESCITA-3
BETA
D1-INSID
D2-INSID
D1-AZNS
D2-AZNS
Significatività regressione (valore p) OLS R ²

WALD INSID (t)
(Valore p)
WALD AZNS (t)
(valore p)

Nota: a)
di covarianza
D1-AZNS = D2

ma, credi
tano ora
conferma

Per la
payout au
presenza
zione stati
(la quota
elevati *fre*
Viceversa,
all'aument
Quest
attenta di

TAB. 5. *Stime OLS della relazione cross-sezionale tra payout e crescita dell'impresa, rischio sistematico e proxies dei costi di agenzia per i flussi finanziari discrezionali (free-cash-flow); campione per gli anni 1983-90, N = 375*

Variabili indipendenti (statistiche)	Stime dei parametri				
	Le regressioni sono tutte eteroschedastiche. I livelli di significatività, gli errori <i>standard</i> e i <i>test</i> sui parametri sono stati calcolati utilizzando la matrice di covarianza corretta con il metodo di White (1980). Tra parentesi le statistiche <i>t</i> asintotiche				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Costante	0,765 (7,24)	0,941 (6,78)	0,686 (6,19)	0,946 (6,88)	0,678 (6,15)
CRESCITA-1	-0,035 (-0,59)		-0,027 (-0,43)		
CRESCITA-2	-0,047 (-3,86)	-0,055 (-4,17)		-0,053 (-4,19)	
CRESCITA-3		-0,031 (-2,28)		-0,032 (-2,44)	
BETA	-0,060 (-1,84)	-0,052 (-1,61)	-0,048 (-1,48)		
D1-INSID	0,442 (3,32)	0,472 (3,53)	0,420 (3,10)	0,448 (3,42)	0,402 (2,98)
D2-INSID	-0,315 (-3,64)	-0,293 (-3,23)	-0,298 (-3,51)	-0,306 (-3,29)	-0,308 (-3,49)
D1-AZNS	-0,016 (-1,43)	0,007 (0,45)	-0,018 (-1,58)	0,003 (0,22)	-0,022 (-2,13)
D2-AZNS	0,027 (1,91)	0,051 (2,65)	0,027 (1,84)	0,047 (2,57)	0,022 (1,60)
Significatività della regressione (valore <i>p</i>)	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
OLS R ²	0,076	0,088	0,052	0,085	0,051
	<i>Test sui parametri</i>				
WALD INSID (a) (Valore <i>p</i>)	$\chi^2 = 27,81$ <0,001	$\chi^2 = 28,92$ <0,001	$\chi^2 = 25,12$ <0,001	$\chi^2 = 27,87$ <0,001	$\chi^2 = 24,30$ <0,001
WALD AZNS (b) (valore <i>p</i>)	$\chi^2 = 17,56$ <0,001	$\chi^2 = 18,52$ <0,001	$\chi^2 = 18,46$ <0,001	$\chi^2 = 18,08$ <0,001	$\chi^2 = 18,00$ <0,001

Nota: a) il *test* di Wald verifica l'ipotesi nulla sui coefficienti: D1-INSID = D2-INSID, utilizzando la matrice di covarianza corretta con il metodo di White (1980); b) il *test* di Wald verifica l'ipotesi nulla sui coefficienti: D1-AZNS = D2-AZNS, utilizzando la matrice di covarianza corretta con il metodo di White (1980).

ma, crediamo, non particolarmente severi. Le *proxy* dei costi di agenzia esercitano ora una influenza statisticamente rilevante ed i *test* sui coefficienti stimati confermano le idee di Jensen (1986).

Per la variabile sulla dispersione dell'azionariato (AZNS), si osserva che il *payout* aumenta significativamente al crescere del numero degli azionisti solo in presenza di più alti flussi finanziari discrezionali, mentre vi è una debole relazione statistica quando i *free cash flow* sono scarsi. Nel caso della variabile INSID (la quota di controllo dell'azionista dominante) si nota che in presenza di più elevati *free cash flow* il *payout* medio diminuisce all'aumentare del controllo. Viceversa, in presenza di modesti *free cash flow* si osserva che il *payout* aumenta all'aumentare della quota di controllo.

Quest'ultimo risultato, data l'elevata significatività statistica, merita una più attenta discussione. E logico attendersi che gli elevati *free cash flow* sono la

situazione finanziaria tipica delle *cash cow*, per usare un termine comune negli studi di strategia, mentre gli scarsi *free cash flow* possono essere la situazione finanziaria tipica delle imprese che crescono o delle imprese più o meno in crisi.

Esaminiamo il primo caso: le imprese che crescono e hanno quindi modesti flussi finanziari disponibili. Come è possibile giustificare in una impresa in sviluppo un *payout* che cresce all'aumentare della quota di controllo? Una possibile spiegazione è la seguente. Lo sviluppo dell'impresa richiede risorse finanziarie esterne che in una società quotata sono economicamente reperibili attraverso l'aumento del capitale, soprattutto se pensiamo anche al particolare periodo di tempo analizzato. Ora, il *payout* più elevato ha una duplice funzione: da una parte gestire i rapporti con gli azionisti di minoranza (cioè aumentare l'*appeal* dell'investimento azionario)¹¹, dall'altra fornire alla proprietà i fondi necessari per sottoscrivere gli aumenti di capitale e mantenere inalterata la quota di controllo. Un comportamento che, come tutti spesso notiamo, è alquanto comune tra le società quotate, ma che è comunque discutibile. Una impresa può infatti ridurre i dividendi e gli aumenti di capitale a pagamento per un eguale ammontare, raggiungendo due obiettivi perfettamente razionali: 1) mantenere invariata la distribuzione netta di «valore» agli azionisti; 2) ridurre i costi di transazione e gli oneri fiscali che si devono sopportare per la simultanea erogazione dei dividendi e aumento del capitale¹².

Esaminiamo il secondo caso: le imprese che non crescono ma che hanno scarse risorse finanziarie. In questa situazione il *payout* che cresce all'aumentare della quota di controllo è un vero e proprio esproprio di risorse da parte del capitale di comando. In presenza di asimmetrie informative i soci di maggioranza preferiscono utilizzare i dividendi per uscire dall'impresa, diversificare il proprio portafoglio acquistando, magari, partecipazioni in società più promettenti.

Esaminiamo ora il punto di congiunzione delle due spiegazioni da noi prospettate. In entrambi i casi i dividendi non svolgono più il ruolo di *bonding* attribuitogli dalla teoria dei costi di agenzia, ma sono fini a se stessi e pongono le condizioni perché gli azionisti di controllo possano espandere il loro potere

¹¹ La letteratura aziendalistica ha spesso imputato alla politica dei dividendi proprio la funzione di favorire la politica delle nuove emissioni. Si veda per tutti Bianchi (1983, pag. 116 e segg.).

¹² Proprio in questi giorni assistiamo a vaste operazioni di aumento del capitale largamente sgradite al mercato pur in presenza di motivati piani di investimento. Cosa sta in realtà scontando la Borsa? A nostro avviso proprio lo spreco di risorse finanziarie con cui vengono spesso architettate queste operazioni, ed inoltre l'acuirsi dei conflitti d'interesse che seguono quando si vuole ridurre il *leverage* domandando risorse agli azionisti. In altri casi osserviamo invece che le imprese riducono i dividendi e mantengono inalterati i piani di investimento. Entrambi i comportamenti sono confermati dai nostri risultati.

nell'impr
che esist

Risult
pretazioni
tiche fina
infatti co
forte car
la «leva
veda Bri
poco edi
e la strer
stente de
aspetti te
Jensen e
scere de
interessi)
un'impre
gestita d

CONCLUS

In qu
rica tra l
italiane.
sufficient
perfettan
viamo in
fitti d'in
nità di ir
L'evi
dividendi

¹³ Pe
dibattito su
per la crisi
italiano.

¹⁴ Gli
valore e co
certa dime
statunitens
controllo c

nell'impresa o in altre. Questi comportamenti sono possibili per il forte legame che esiste in Italia tra la proprietà e il *management*¹³.

Risulta infine interessante notare come i nostri risultati empirici e le interpretazioni proposte siano consistenti e complementari con altri studi sulle politiche finanziarie delle imprese italiane. Nel nostro sistema economico è stato infatti costruito un ibrido modello d'impresa che, da una parte, mantiene un forte carattere familiare e dall'altra tenta di allargare la proprietà manovrando la «leva azionaria» soprattutto con l'emissione di azioni senza diritto di voto (si veda Brioschi et al., 1990). Il probabile risultato finale di queste politiche sarà poco edificante per il nostro sistema economico: gli accresciuti costi di agenzia e la strenua difesa del controllo (*entrenchment*) potrebbero portare ad un consistente deprezzamento del valore delle imprese (Cybo-Ottone, 1992, analizza gli aspetti teorici ed empirici di questo fenomeno italiano). Se infatti la teoria di Jensen e Meckling (1976) prevede che il valore dell'impresa aumenti al crescere della quota di proprietà del capitale (ipotesi della convergenza degli interessi), i comportamenti tesi alla strenua difesa del controllo legittimano che un'impresa – a parità di altre condizioni – avrà un valore inferiore quando è gestita da un *management* svincolato da ogni forma di controllo¹⁴.

CONCLUSIONI

In questo lavoro abbiamo presentato una prima analisi sulla relazione empirica tra la teoria dei costi di agenzia e la politica dei dividendi delle imprese italiane. I risultati emersi ci indicano che la struttura della proprietà non è sufficiente per isolare dei significativi costi di agenzia; un effetto econometrico perfettamente compatibile con la dimensione uniforme dei dati italiani. Troviamo invece – come previsto da Jensen (1986) – che l'inasprimento dei conflitti d'interesse si osserva in presenza di flussi finanziari superiori alle opportunità di investimento con valore attuale netto positivo.

L'evidenza empirica è rilevante non solo per il tema della politica dei dividendi, ma anche come prima indicazione del ruolo di *monitoring* del mer-

¹³ Personalmente non crediamo che l'impresa familiare sia, in sé, una istituzione negativa; il dibattito sui modelli d'impresa è comunque oggi molto acceso. Si veda ad esempio Jensen (1989) per la critica al modello delle *public company* e Prodi (1991) per l'incerto futuro del modello italiano.

¹⁴ Gli effetti contrastanti delle due ipotesi dovrebbero risultare in una relazione positiva tra valore e controllo fino ad una data soglia dei diritti di voto, e in una relazione negativa oltre una certa dimensione del controllo. Tutto ciò emerge chiaramente in un recente studio sul mercato statunitense, dove si osserva che il valore dell'impresa raggiunge il suo massimo per quote di controllo comprese tra il 37,6 e il 46,5 per cento (si veda McConnell, Servaes 1990).

cato dei capitali sulle attività del *management*, sia esso o meno coincidente con la proprietà.

Le società italiane quotate in Borsa aumentano il *payout* all'aumentare del numero degli azionisti quando le condizioni del *business* generano eccessi di liquidità. In presenza di modesti flussi finanziari discrezionali il *payout* non subisce delle significative modifiche all'aumentare della dispersione dell'azionariato. Il *payout* viene ridotto all'aumentare della quota di controllo dell'azionista dominante quando l'impresa produce *free cash flow*. I nostri risultati - infine - mettono in rilievo una positiva correlazione tra il *payout* e la quota di controllo quando l'impresa genera modesti flussi finanziari discrezionali. Quest'ultimo punto non è previsto dai modelli di *agency* e ci indica che l'utilizzo della politica dei dividendi in condizioni di scarsità di risorse finanziarie può avere finalità in contrasto con l'obiettivo della massimizzazione del valore dell'impresa. Abbiamo infatti interpretato questa evidenza come la dimostrazione che le imprese fortemente controllate pagano i dividendi per facilitare le politiche dell'azionista principale.

Sebbene, al solito, un tema così importante meriti in futuro ulteriori analisi ed approfondimenti, i nostri risultati accrescono l'interesse per il dibattito sui modelli d'impresa, ed in particolare sulla struttura che si è dato il capitalismo italiano, alla ricerca di una via di mezzo tra un «tipo» di *public company* (sostenuta spesso da capitale senza diritto di voto) e il modello di «famiglia». Questa scelta ha inevitabilmente aumentato i conflitti d'interesse, i costi di *agency* e, probabilmente, ridotto la valutazione del capitale azionario attribuito dal mercato dei capitali.

Riferimenti bibliografici

- Baccolini R., Ferretti R., Lusignani G. (1991), *Informazioni privilegiate e dinamica delle quotazioni alla Borsa di Milano*, in «Finanza Imprese e Mercati», n. 3, pp. 143-70.
- Barclay M. J., Smith C. W. (1988), *Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases*, in «Journal of Financial Economics», n. 22, pp. 61-82.
- Berlanda M. (1991), *Flottante legale, flottante reale*, Rapporto IRS sul Mercato Azionario 1991, pp. 171-95.
- Bianchi T. (1983), *Il Mercato finanziario e la Borsa Valori*. Torino, UTET.
- Black F. (1976), *The Dividend Puzzle*, in «Journal of Portfolio Management», Winter, pp. 5-8.
- Brealey R. A., Myers S. C. (1990), *Principi di Finanza Aziendale*, London, McGraw-Hill; Milano, Libri Italia.
- Brennan M. J., Thakor A. V. (1990), *Shareholders Preferences and Dividend Policy*, in «Journal of Finance», n. 45, pp. 993-1018.
- Brioschi F., Buzzacchi L., Colombo M. G. (1990), *Gruppi di imprese e mercato finanziario*, Roma, La Nuova Italia Scientifica.
- Brugger G. (1980), *L'analisi della dinamica finanziaria dell'impresa*, Milano, Giuffré.
- Canovi L. (1991), *Politica dei dividendi e valore dell'impresa - Il ruolo del contenuto informativo*, Padova, CEDAM.

- Caprio L. (1991) *sità Cattolica*
- Christie W. G. «Journal of Cybo-Ottone A of Italian Bu Economics.
- Donaldson G. (view», n. 41
- Easterbrook F. Review», n.
- Ecchia S. (1985 zione, Pado
- Fama E. F. (19 nomy», n. 8
- Haughen R. A., Stock Optio
- Jensen M. C. (American
- Jensen M. C. (1 61-74.
- Jensen M. C., M Ownership S
- Jensen M. C., V holders, and
- Lang L. H. P., I Cash Flow I
- Lintner J. (1956 Taxes, in «A
- Lovati S. (1992) 10, pp. 29-4
- Kumar P. (1988 Review of F
- McConnell J. J Value, in «J
- Michaely R., M Ex-Dividend
- Miller M. (1987 (Eds.), Mac (Mass.), MIT
- Miller M., Modi of Business»
- Murgia M. (198 prima analis 63-100.
- Murgia M. (199 azionario e l
- Murgia M. (199
- Murphy K. (198 «Journal of

- Caprio L. (1991), *Valore dell'impresa e modalità di trasferimento del suo controllo*. Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, giugno, dattiloscritto.
- Christie W. G. (1990), *Dividend Yield and Expected Returns. The Zero-Dividend Puzzle*, in «Journal of Financial Economics», n. 28, pp. 95-125.
- Cybo-Ottone A. (1992), *Changes in Agency Costs and Mechanisms for Corporate Control: the Case of Italian Business Groups (1975-90)*, Ph.D Dissertation, New York University, Department of Economics.
- Donaldson G. (1963), *Financial Goals: Management vs. Stockholders*, in «Harvard Business Review», n. 41, pp. 116-29.
- Easterbrook F. H. (1984), *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, in «American Economic Review», n. 74, pp. 650-59.
- Ecchia S. (1985), *La destinazione dell'utile nelle società per azioni. Problemi e nuove vie di soluzione*, Padova, CEDAM.
- Fama E. F. (1980), *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in «Journal of Political Economy», n. 88, pp. 288-98.
- Haughen R. A., Senbet L. W. (1981), *Resolving the Agency Problems of External Capital through Stock Options*, in «Journal of Finance», n. 36, pp. 629-47.
- Jensen M. C. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in «American Economic Review», n. 76, pp. 323-29.
- Jensen M. C. (1989), *Eclipse of the Public Corporation*, in «Harvard Business Review», n. 67, pp. 61-74.
- Jensen M. C., Meckling W. H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in «Journal of Financial Economics», n. 3, pp. 305-60.
- Jensen M. C., Warner J. B. (1988), *The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors*, in «Journal of Financial Economics», n. 20, pp. 3-24.
- Lang L. H. P., Litzenberger R. H. (1989), *Dividend Announcements. Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?*, in «Journal of Financial Economics», n. 24, pp. 181-91.
- Lintner J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, in «American Economic Review», n. 46, pp. 97-113.
- Lovati S. (1992), *L'acquisto di azioni proprie: aspetti teorici ed empirici*, in «Rivista della Borsa», n. 10, pp. 29-45.
- Kumar P. (1988), *Shareholder-Manager Conflict and the Information Content of Dividends*, in «The Review of Financial Studies», n. 1, pp. 111-36.
- McConnell J. J., Servaes H. (1990), *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*, in «Journal of Financial Economics», n. 27, pp. 595-612.
- Michaely R., Murgia M. (1991), *Evidence on the Effect of Taxes on Price and Volume around the Ex-Dividend Day*, working paper, December.
- Miller M. (1987), *The Information Content of Dividends*, in Dornbusch R., Fisher S., Bossons J. (Eds.), *Macroeconomics and Finance, Essays in Honor of Franco Modigliani*, Cambridge (Mass.), MIT Press, cap. 3, pp. 37-58.
- Miller M., Modigliani F. (1961), *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, in «Journal of Business», n. 34, pp. 411-33.
- Murgia M. (1989), *Le relazioni tra redditività-rischio e spessore di mercato dei titoli azionari: una prima analisi empirica per la Borsa italiana: 1984-86*, in «Finanza-Imprese-Mercati», n. 1, pp. 63-100.
- Murgia M. (1991), *L'annuncio dei dividendi nel mercato azionario*, in Penati A. (a cura di), *Il rischio azionario e la Borsa*, Milano, EGEA, pp. 301-41.
- Murgia M. (1992), *La politica dei dividendi*, dattiloscritto, marzo.
- Murphy K. (1985), *Corporate Performance and Managerial Remuneration: an Empirical Analysis*, in «Journal of Accounting and Economics», n. 7, pp. 11-42.

- Prodi R. (1991), *C'è un posto per l'Italia fra i due capitalismi?*, Bologna, Il Mulino, n. 333, pp. 21-33.
- Ratti M., Rigotti L. (1991), *Alcuni aspetti empirici dell'andamento dei dividendi per le imprese italiane*, in Conti V., Hamai R. (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, Bologna, Il Mulino, vol. 1, pp. 183-233.
- Rozeff M. S. (1982), *Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios*, in «Journal of Financial Research», n. 5, pp. 249-59.
- Sembenelli A. (1991), *Signalling, Financial Hierarchy, and Agency Theory as Explanations for Dividend Behaviour. Evidence from Italian Firm Data*, CERIS-CNR, dattiloscritto, ottobre, in corso di pubblicazione su «Managerial and Decision Economics».
- White H. (1980), *A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity*, in «Econometrica», n. 48, pp. 817-38.

Note

Alfredo J

Autorità Ge

INTRODUZ

Il ten
consequir
messe pe
ciato ad
dopo che
di politica
contribuis
europea,
nomia o
capitalism
meno di t
privatizza
proprietar

Le pe
sollevati t

a) è p
zioni?

b) Qu

c) Qu

alla luce

che verra

Per o
nel prim
pregi e di

Le opi

¹ Si v
1992.

L'INDUSTR