



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Ingegneria Gestionale percorso Finanza
A.a. 2022/2023

**Analisi su come la politica dei dividendi possa
disciplinare il conflitto di interessi tra azionista di
maggioranza e minoranza nelle società italiane**

Relatrice:
Laura Rondi

Candidato:
Marco Tallone

Indice

Introduzione.....	3
1. Parte 1- Politiche dei payout e teorie annesse.....	4
1.1 Definizione di Payout	5
1.2 Proposizione di irrilevanza dei dividendi di Modigliani-Miller	7
1.3 Modello in presenza di tasse	10
1.3.1 Modello statico	11
1.3.2 Modello dinamico	16
1.4 Modello in presenza di asimmetria informativa	17
1.4.1 Effetto segnaletico.....	18
1.4.2 Contratti incompleti	20
1.4.3 Evidenze empiriche	22
1.6 Modello in presenza di costi d'agenzia	25
1.7 Riacquisto azioni proprie	27
1.7.1 Teorie sui riacquisti di azioni.....	29
1.7.2 Riacquisti di azioni a confronto con i dividendi	31
1.8 Gli studi di Lintner	35
1.9 Il nostro focus: Conflitto di interessi tra azionista di maggioranza e minoranza ...	41
2. Parte 2- Studio empirico su un campione di imprese italiane quotate.....	71
2.1 Contesto istituzionale del campione	72
2.2 Descrizione del data set	88
2.3 Descrizione del modello	90
2.4 Analisi descrittiva dei dati	96
2.5 Risultati e stime	99
2.5.1 Risultati tenendo conto dei soli dividendi.....	100
2.5.2 Risultati tenendo conto dei dividendi e riacquisti.....	107
2.6 Conclusioni.....	111
Referenze	113
Ringraziamenti	115

Introduzione

La motivazione che mi ha spinto a scrivere questa tesi è la volontà di capire meglio i meccanismi della corporate governance e più nello specifico il ruolo che hanno i dividendi in questa tematica. Innanzitutto, la corporate governance è il sistema con cui le società sono dirette e controllate. Il consiglio di amministrazione è il responsabile della governance di una società, mentre il ruolo degli azionisti è quello di nominare gli amministratori, i revisori dei conti e di assicurarsi che sia in atto un'adeguata struttura di governance. Si è quindi indagato su quali siano gli effetti della politica dei dividendi sul sistema di governo di una società. La prima parte della tesi dà una definizione di cosa sia un payout e dei vari modi con cui una società può remunerare un azionista. In seguito, si approfondiscono alcuni modelli che mostrano come la politica dei payout sia in grado d'influenzare il valore di una società e di conseguenza quali siano gli effetti che ha sulla corporate governance. In seguito, si è scesi nel dettaglio riguardo ai conflitti d'interesse che possono innescarsi tra l'azionista di maggioranza, che generalmente è anche all'interno del consiglio d'amministrazione, e gli azionisti di minoranza. Quindi, si è indagato su quale sia l'effetto che può avere la politica dei payout sul conflitto d'interesse e se è in grado di risolverlo, almeno parzialmente. Nella seconda parte della tesi si è condotto uno studio empirico su un database di società quotate in Italia con l'obiettivo di dimostrare se la politica dei dividendi abbia o meno effetto sulla disciplina dell'azionista di maggioranza. Si è quindi fatta una panoramica del contesto istituzionale del campione, si è descritto il data set e il modello utilizzato per fare le regressioni. Infine, si è condotto lo studio regressivo e si è commentato il segno delle relazioni ottenute, traendo le opportune conclusioni.

1. Parte 1- Politiche dei payout e teorie annesse

Durante questa prima parte si darà una definizione di payout, di cosa sono i dividendi e di come un'azienda può remunerare i propri azionisti. Questa procedura di remunerazione viene definita in inglese come "Payout Policy" e si riferisce ai diversi modi con cui un'impresa può distribuire i propri utili. La letteratura, negli scorsi 50 anni, ha cercato di spiegare quali siano i fattori e i pattern che influenzano tale politica.

L'importanza della politica dei payout è data dall'enorme quantità di denaro che è in grado di muovere, si stimano infatti movimenti superiori ai 300 miliardi l'anno tra pagamento dei dividendi, riacquisto di azioni e liquidazioni azionisti causa M&A. Inoltre, è molto importante anche per la sua influenza sulle politiche di investimento di un'azienda. Il management, insieme al consiglio d'amministrazione, si ritrovano a prendere decisioni relative al livello di dividendi, riacquisto di azioni ed M&A. Tali scelte a loro volta influenzano gli investimenti che l'azienda può fare in futuro e possibili ricorsi all'emissione di nuovo debito o azioni.

Ci sono alcune importanti osservazioni empiriche riguardanti la politica dei payout che sono state usate dagli studiosi per verificare che i loro modelli fossero coerenti con tali osservazioni:

1. Grandi aziende solide e durature tendono ad emettere una percentuale maggiore dei loro guadagni in forma di dividendi o riacquisto azioni.
2. In passato la forma principale di remunerazione erano i dividendi. Dagli anni 80' hanno preso sempre più importanza i riacquisti di azioni proprie.
3. Gli individui appartenenti a scaglioni fiscali elevati ricevono buone quantità di dividendi su cui pagano elevate tasse.
4. Le aziende regolano i dividendi in base ai guadagni. I riacquisti di azioni sono maggiormente volatili rispetto ai dividendi.

5. Il mercato reagisce positivamente alla notizia di un aumento dei dividendi e negativamente alla notizia di una loro diminuzione.

1.1 Definizione di Payout

Il payout rappresenta la distribuzione degli utili di un'impresa. Questa distribuzione può avvenire in tre modi diversi:

1. Dividendi
2. Riacquisto azioni proprie
3. Liquidazione azionisti per M&A

Il dividendo è quella parte di utile che gli amministratori, dopo aver approvato il bilancio, decidono di distribuire per remunerare gli investitori. Ciascun azionista possiede quindi il diritto di ricevere una certa quantità di dividendi in proporzione al numero di azioni che possiede.

Il riacquisto di azioni prevede, invece, che l'azienda acquisti le sue azioni dal mercato. In questo modo gli azionisti possono vendere le loro azioni e generare un capital gain dato dalla differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita delle azioni.

Il terzo modo è un sistema che viene usato per remunerare gli azionisti di un'impresa che sta per essere acquistata. Durante la trattativa si pattuisce un prezzo per azione che verrà pagato a ciascun azionista dell'impresa acquistata in cambio della proprietà.

Nella storia il livello di dividendi e riacquisti di azioni proprie non è sempre stato lo stesso. Alcuni dati americani possono farci capire meglio quale è stata l'evoluzione di tali livelli.

La seguente tabella (*figura 1*) mostra i livelli dei payout delle imprese quotate americane a partire dal 1970 fino al 1998. Si può notare come innanzitutto i livelli di payout siano aumentati nel tempo passando da 19 miliardi nel 1970 a quasi 350 miliardi nel 1998.

Inoltre, rapportando i livelli di payout totale, dividendi e riacquisti ai guadagni, si nota come i dividendi siano aumentati leggermente, mentre i riacquisti di azioni abbiano visto un enorme aumento a partire dagli anni 80', sintomo che le imprese hanno iniziato a remunerare sempre più sovente gli azionisti preferendo il riacquisto di azioni rispetto all'emissione di dividendi.

Anno	Numero	Earning	Market Value	Total Payout	Dividend	Repo	TP/EARN	DIV/EARN	REPO/EARN	TP/MV	DIV/MV	REPO/MV
1972	2802	41437	803582	19122	17633	1489	46,1%	42,6%	3,6%	2,4%	2,2%	0,2%
1973	3107	57503	673974	23517	20470	3047	40,9%	35,6%	5,3%	3,5%	3,0%	0,5%
1974	3411	70139	500180	27508	25961	1547	39,2%	37,0%	2,2%	5,5%	5,2%	0,3%
1975	3573	65856	690795	28196	27389	807	42,8%	41,6%	1,2%	4,1%	4,0%	0,1%
1976	3600	84318	865569	33496	31917	1579	39,7%	37,9%	1,9%	3,9%	3,7%	0,2%
1977	3615	95147	825171	41768	38202	3566	43,9%	40,2%	3,7%	5,1%	4,6%	0,4%
1978	3536	106352	836025	44449	40193	4256	41,8%	37,8%	4,0%	5,3%	4,8%	0,5%
1979	3581	134988	999286	51525	46104	5421	38,2%	34,2%	4,0%	5,2%	4,6%	0,5%
1980	3868	136159	1306814	55978	50289	5689	41,1%	36,9%	4,2%	4,3%	3,8%	0,4%
1981	3972	132796	1143197	58064	51802	6262	43,7%	39,0%	4,7%	5,1%	4,5%	0,5%
1982	4574	103817	1313398	62294	52701	9593	60,0%	50,8%	9,2%	4,7%	4,0%	0,7%
1983	4461	130188	1648433	68282	59384	8898	52,4%	45,6%	6,8%	4,1%	3,6%	0,5%
1984	4686	151671	1554682	89327	61356	27971	58,9%	40,5%	18,4%	5,7%	3,9%	1,8%
1985	4721	141464	2082677	104606	71471	33135	73,9%	50,5%	23,4%	5,0%	3,4%	1,6%
1986	4719	133656	2436697	110569	74862	35707	82,7%	56,0%	26,7%	4,5%	3,1%	1,5%
1987	4908	185146	2581264	137014	84973	52041	74,0%	45,9%	28,1%	5,3%	3,3%	2,0%
1988	4895	220034	2878728	144980	96216	48764	65,9%	43,7%	22,2%	5,0%	3,3%	1,7%
1989	4804	227613	3610378	162795	107846	54949	71,5%	47,4%	24,1%	4,5%	3,0%	1,5%
1990	4781	213056	3331772	160245	113971	46274	75,2%	53,5%	21,7%	4,8%	3,4%	1,4%
1991	4780	168668	4255871	138124	115162	22962	81,9%	68,3%	13,6%	3,2%	2,7%	0,5%
1992	4934	171373	4385812	144268	110978	33290	84,2%	64,8%	19,4%	3,3%	2,5%	0,8%
1993	5120	209238	5155047	153834	117499	36335	73,5%	56,2%	17,4%	3,0%	2,3%	0,7%
1994	5588	303578	5548638	183147	136645	46502	60,3%	45,0%	15,3%	3,3%	2,5%	0,8%
1995	5860	354987	7373933	221218	148889	72329	62,3%	41,9%	20,4%	3,0%	2,0%	1,0%
1996	6289	433290	9077805	276917	175109	101808	63,9%	40,4%	23,5%	3,1%	1,9%	1,1%
1997	6293	448572	11479240	321619	177777	143842	71,7%	39,6%	32,1%	2,8%	1,5%	1,3%
1998	5174	362827	11785621	349555	174067	175488	96,3%	48,0%	48,4%	3,0%	1,5%	1,5%

	Earning			Market Value		
	Payout medio	Dividendo Medio	Riacquisto azioni medio	Payout medio	Dividendo Medio	Riacquisto azioni medio
Anni 70	41,6%	38,3%	3,2%	4,4%	4,0%	0,3%
Anni 80	45,6%	45,6%	16,8%	4,8%	3,6%	1,2%
Anni 90	74,4%	50,9%	23,5%	3,3%	2,3%	1,0%

Figura 1- Andamento payout

Risorsa: Basata sui dati provenienti da Grullon and Michaely (2002), "Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis."

Inoltre, a sostegno di questa evidenza, la seguente figura mostra proprio come nel tempo siano aumentate le imprese che decidono di remunerare i loro azionisti solo con riacquisti di azioni proprie o con un mix, rispetto alla sola emissione di dividendi.

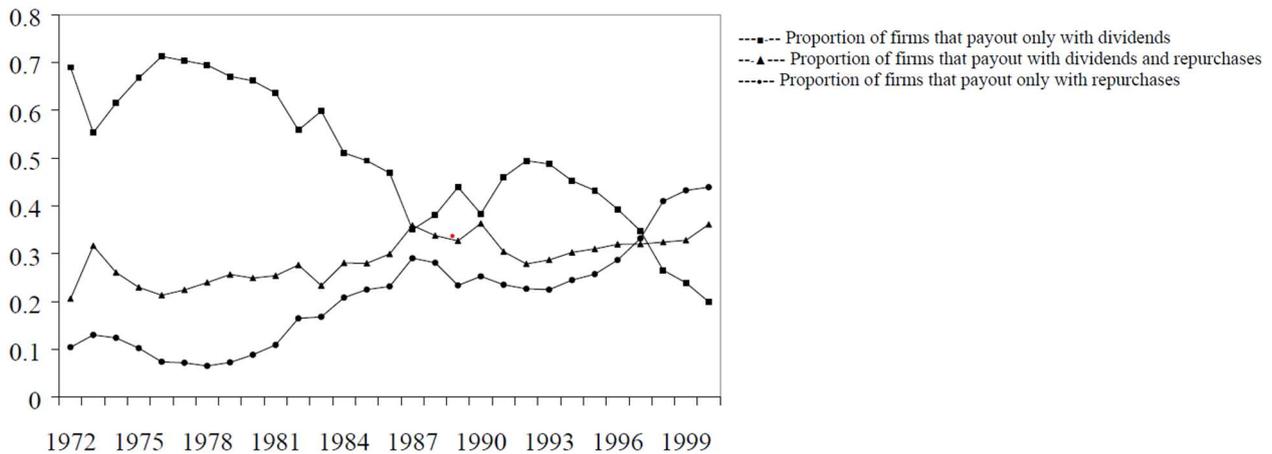


Figura 2- Variazione dividendi e riacquisti azioni

Risorsa: Basata sui dati provenienti da Grullon and Michaely (2002), "Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis."

1.2 Proposizione di irrilevanza dei dividendi di Modigliani-Miller

Un aiuto molto grande per lo studio della politica dei dividendi è stato dato da Modigliani e Miller. Prima del loro studio si credeva che maggiori fossero i dividendi pagati da un'azienda, maggiore fosse il suo valore. Questo perché si calcolava il suo valore come l'attualizzazione dei dividendi futuri.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r_t)^t}$$

Dove:

D_t sono i dividendi pagati al termine del periodo t

r_t è il costo opportunità dell'investitore

Tuttavia, questa visione non si dimostrò accurata perché a fronte di un investimento che avrebbe potuto fruttare maggiori guadagni, sarebbero cresciuti i dividendi (D_t), ma allo stesso tempo sarebbe aumentata anche la rischiosità dell'impresa (r_t) che avrebbe oscurato l'effetto dato dall'aumento a numeratore.

Nel 1961, Modigliani-Miller dimostrarono che il valore di un'azienda dipende esclusivamente dalle **politiche d'investimento**. Fin tanto che tali politiche non cambiano, variare il mix di dividendi e riacquisto azioni proprie, non influenza il valore di un'impresa (teoria di irrilevanza dei dividendi). Essi sostengono infatti che per un individuo la politica dei dividendi non è importante, perché ogni incasso desiderato da un investitore può essere ottenuto tramite acquisto e vendita di equity. La letteratura che seguì l'articolo di Modigliani-Miller cercò di riconciliare la teoria di irrilevanza dei dividendi con la nozione che i manager e il mercato danno enorme importanza ai payout, specialmente ai dividendi. L'ipotesi di Modigliani-Miller è valida nel caso in cui si consideri un mercato perfetto, ovvero che valgano le seguenti assunzioni fondamentali che se dovessero venire meno, allora renderebbero rilevante la politica dei dividendi.

Queste assunzioni sono:

1. **Tasse:** se i dividendi fossero tassati maggiormente rispetto al capital gain, gli investitori tenderebbero a minimizzare i dividendi. Nel modello di MM si assume che le tasse siano pari a zero.
2. **Asimmetria informativa:** quando il management conosce maggiormente la situazione aziendale rispetto agli investitori, potrebbe usare i dividendi per segnalare tali informazioni al mercato.
3. **Contratti incompleti:** in presenza di contratti incompleti, gli investitori potrebbero usare i dividendi per disciplinare il management che altrimenti potrebbe fare i suoi interessi a discapito dell'azienda e degli azionisti.
4. **Vincoli istituzionali:** se diverse istituzioni non volessero investire in aziende con basso dividendo, il management potrebbe reputare ottimale il pagamento di alti dividendi anche se questi fossero molto tassati per gli investitori individuali.
5. **Costi di transazione:** l'emissione di dividendi potrebbe minimizzare i costi di transazione per gli equityholders.
6. La **leva finanziaria** non ha effetto sul costo del capitale.

A sostegno di questo modello viene presentato un esempio che possa dimostrare come mai la politica dei dividendi non influenza il valore di un'impresa.

Esempio

Si consideri un'azienda all-equity con 100 azioni.

Il ritorno richiesto dagli investitori è del 10%.

Il cash flow atteso è di 10.000 € all'anno.

Il piano aziendale si dissolve dopo due anni.

L'azienda può agire in due modi diversi:

Piano A: pagare un dividendo di 10.000 € per i prossimi due anni.

Piano B: pagare 11.000 € il primo anno, emettendo 1.000 € di nuove azioni. Pagare il secondo anno una cifra che consenta ai nuovi investitori di ottenere un rendimento sempre del 10%.

	Piano A		Piano B	
	Anno 1	Anno 2	Anno 1	Anno 2
Cash Flow	10.000,00 €	10.000,00 €	10.000,00 €	10.000,00 €
Nuove azioni	0,00 €	0,00 €	1.000,00 €	0,00 €
CF disponibile agli azionisti:	10.000,00 €	10.000,00 €	11.000,00 €	10.000,00 €
Ai nuovi azionisti				
Dividendi	0,00 €	0,00 €	0,00 €	1.100,00 €
DPS	0,00 €	0,00 €	0,00 €	11,00 €
Ai vecchi azionisti				
Dividendi	10.000,00 €	10.000,00 €	11.000,00 €	8.900,00 €
DPS	100,00 €	100,00 €	110,00 €	89,00 €
Prezzo azioni	173,55 €		173,55 €	
Rendimento richiesto	10%		10%	

Figura 3- M&M Irrilevanza

Risorsa ottenuta da youtube (<https://www.youtube.com/watch?v=CvuxmEPthao>) autore: Ronald Moy, Ph.D.

La formula utilizzata per calcolare il prezzo delle azioni è l'attualizzazione dei dividendi futuri, di conseguenza i prezzi sono stati calcolati come:

$$P_A = \frac{100}{(1,1)} + \frac{100}{(1,1)^2} = 173,55€$$

$$P_B = \frac{110}{(1,1)} + \frac{89}{(1,1)^2} = 173,55€$$

Questo risultato dimostra come la politica dei dividendi, in presenza delle 6 ipotesi citate prima, non influenza il valore di un'impresa. Di conseguenza il valore di un'impresa è massimizzato andando a scegliere la miglior politica d'investimento.

Nei seguenti capitoli andremo invece ad osservare come cambiano le conclusioni del modello di MM andando a rilassare alcune ipotesi.

1.3 Modello in presenza di tasse

Abbiamo visto come in passato il metodo maggiormente usato per remunerare gli azionisti erano i dividendi. Ovviamente, sui dividendi ricevuti bisogna pagare delle tasse che dipendono dalla tipologia di investitore. Per esempio, gli individui hanno uno scaglione fiscale elevato e sono la categoria che paga maggiori tasse, mentre le aziende o le istituzioni hanno agevolazioni fiscali e quindi un'aliquota più bassa e in alcuni casi assente. In questo capitolo cercheremo di capire se, in presenza di tasse, un'azienda che paga alti dividendi ha un valore inferiore rispetto ad un'azienda che non li paga e se esiste qualche relazione tra dividend yield e scaglione d'imposta di un investitore.

Per analizzare questi modelli, Modigliani e Miller introdussero il concetto di "clientela". La clientela non rappresenta altro che la tipologia di investitori. Nel nostro caso sono state considerate tre clientele: gli individui, le aziende e le istituzioni. Inoltre, lo studio ha raggruppato le clientele in due gruppi: quello statico e quello dinamico.

Le **clientele statiche** possono effettuare l'acquisto di azioni in un solo istante di tempo e dopodiché non potranno fare ulteriori operazioni di acquisto o vendita.

Le **clientele dinamiche** possono invece effettuare molteplici operazioni di acquisto e vendita nel tempo.

1.3.1 Modello statico

In questo modello sono state analizzate due casistiche:

1. Quella in cui ogni individuo è tassato allo stesso modo e le tasse sui dividendi sono maggiori rispetto a quelle su capital gain (Simple static model).
2. Quella in cui gli individui sono tassati in modo differente (static model).

Nel primo caso la soluzione migliore è quella di non pagare i dividendi. Infatti, per un equityholder è vantaggioso vendere le azioni e pagare le tasse sul capital gain rispetto a pagare le tasse sui dividendi che sono più alte. Inoltre, anche nel caso in cui le due aliquote fossero le stesse, sarebbe comunque conveniente pagare le tasse sui capital gain. Questo perché quando un'azienda emette dividendi, l'investitore li riceve ed è obbligato a pagare le tasse in quel periodo temporale, mentre nel caso di vendita delle azioni è l'investitore a decidere quando venderle e quindi pagare le tasse nel periodo che più preferisce.

Nella realtà di tutti i giorni però gli investitori non sono uguali e possono appartenere a scaglioni d'aliquota differente. Nel modello statico infatti ogni investitore tenderà ad avere nel suo portafoglio le azioni che gli consentiranno di pagare meno tasse. Di conseguenza gli individui, che sono maggiormente tassati, tenderanno ad avere in portafoglio azioni che pagano un basso dividendo, mentre le società, che appartengono a scaglioni d'aliquota più bassi, tenderanno ad investire in azioni che pagano un alto dividendo. Infine, le istituzioni sono entità tax-free e di conseguenza non fanno preferenze di investimento.

In questa situazione le aziende che emettono le loro azioni sul mercato devono essere indifferenti tra un investitore e l'altro. Di conseguenza, a parità di payout (dividendo+riacquisto azioni), le azioni delle aziende devono avere lo stesso prezzo all'equilibrio.

Per spiegare meglio questo concetto si presenta di seguito questo esempio.

Si considerino 3 clientele:

1. Individui, appartenenti ad aliquote fiscali elevate e che quindi pagano alte tasse sui dividendi (50%) e basse tasse sui capital gain (20%).
2. Imprese, che pagano una tassa sui dividendi pari al 10% e sui capital gains pari al 35%.
3. Le istituzioni, che sono tax-free e quindi non pagano alcuna tassa.

Si ipotizzino ora tre tipologie di azioni appartenenti a tre società differenti aventi tutte lo stesso payout ratio come di seguito in tabella.

Azioni			
	Dividendo alto	Dividendo medio	Dividendo assente
Guadagni/azione pre-tax	100,00 €	100,00 €	100,00 €
Payout policy			
Dividendi	100,00 €	50,00 €	- €
Capital gain	- €	50,00 €	100,00 €
Guadagni/azione post-tax:			
Individui	50,00 €	65,00 €	80,00 €
Aziende	90,00 €	77,50 €	65,00 €
Istituzioni	100,00 €	100,00 €	100,00 €
Prezzo di equilibrio Azioni	1.000,00 €	1.000,00 €	1.000,00 €
	Dividendi	Capital gain	
Aliquota individui	50%	20%	
Aliquota aziende	10%	35%	
Aliquota istituzioni	0%	0%	

Figura 4- Esempio modello delle clientele
 Risorsa ottenuta da Allen Frankline, Michaely Roni (2002): Payout Policy.

In questa situazione, assumendo che le tre tipologie di investitori siano **neutrali al rischio**, a parità di payout le azioni hanno lo stesso prezzo **all'equilibrio**.

	Dividendo alto	Dividendo medio	Dividendo assente
Rendimenti individuo	5,00%	6,50%	8,00%
Rendimenti azienda	9,00%	7,75%	6,50%
Rendimenti istituzione	10,00%	10,00%	10,00%

Figura 5- Rendimenti all'equilibrio

Questo perché in base alla tipologia di azione, ogni investitore avrà un certo rendimento e quindi preferirà investire in una specifica tipologia di azione.

A sostegno di questa conclusione, si può osservare come al variare del prezzo di una delle azioni, cambierebbe la scelta di investimento di alcuni investitori. Per esempio se l'azione con dividendo assente dovesse essere venduta ad un prezzo superiore, per esempio 1.050€, cambierebbe l'investimento da parte delle istituzioni come presentato di seguito in tabella.

	Dividendo alto	Dividendo medio	Dividendo assente
Rendimenti individuo	5,00%	6,50%	7,62%
Rendimenti azienda	9,00%	7,75%	6,19%
Rendimenti istituzione	10,00%	10,00%	9,52%

Figura 6- Rendimenti non all'equilibrio

Si noti infatti come il rendimento per le istituzioni scenda al 9,52%. Questa situazione momentanea porterebbe le istituzioni a preferire le altre due azioni e, diminuendo la domanda, calerebbe il prezzo delle azioni a dividendo assente fino al raggiungimento del vecchio equilibrio a 1.000€.

Si è quindi dimostrato come in una clientela statica, in presenza di tasse, in presenza di investitori neutrali al rischio e a parità di payout, la politica dei payout sia irrilevante nel determinare il valore di un'impresa.

Tuttavia, come si può notare nell'esempio precedente, gli investitori, avendo degli scaglioni d'aliquota differenti, fanno preferenze tra una azione e l'altra. Nel 1970 due studiosi Elton e Gruber dimostrarono che questa preferenza degli investitori è verificata empiricamente e che è quindi presente un effetto clientela. Nel loro studio, Elton e Gruber studiarono il comportamento che ha il mercato nel periodo definito ex-dividend e cum-dividend. Il periodo cum-dividend identifica quel periodo di tempo in cui un azionista può vendere le sue azioni sul mercato prima che venga staccato il dividendo. Di conseguenza, in questo caso, il prezzo dell'azione incorpora il valore del dividendo che verrà staccato i giorni successivi. Il periodo ex-dividend è il giorno precedente al giorno in cui verrà

staccato il dividendo. Di conseguenza l'azionista avrà diritto a ricevere il dividendo ed il prezzo dell'azione scenderà, dal punto di vista teorico, di un importo pari a quello del dividendo. Siccome i dividendi e i capital gains hanno delle aliquote differenti, possono influenzare le preferenze degli investitori. Per comprendere al meglio queste preferenze, i due studiosi decisero di osservare quale fosse il comportamento ex-dividend dell'investitore e in base a quello, dedurre lo scaglione d'imposta.

All'equilibrio, in presenza di **investitori neutrali al rischio e assenza di costi di transizione**, il mercato dovrebbe posizionarsi in modo da rendere indifferente per un investitore la vendita dell'azione cum-dividend o ex-dividend, di conseguenza deve valere la seguente relazione:

$$P_B - t_g * (P_B - P_0) = P_A - t_g * (P_A - P_0) + D * (1 - t_d)$$

Dove:

P_B è il valore dell'azione cum-dividend

P_A è il valore dell'azione ex-dividend

P_0 è il prezzo di acquisto dell'azione

D è il dividendo

t_g è l'aliquota dell'investitore sui capital gains

t_d è l'aliquota dell'investitore sui dividendi

Riarrangiando la precedente equazione si ottiene:

$$\frac{P_B - P_A}{D} = \frac{1 - t_g}{1 - t_d}$$

In cui il fattore di sinistra è la statistica rappresentante il comportamento ex-dividend che consente ad un azionista con un particolare set di t_g e t_d di essere indifferente nel momento di acquisto o vendita di un'azione. Ovvero, il benessere post tasse è lo stesso che si decida di vendere le azioni prima o dopo lo stacco del dividendo. Osservando quindi il valore del fattore di sinistra è possibile determinare il fattore di destra e capire quale sia lo scaglione fiscale di un certo individuo. A questo punto, Elton e Gruber per verificare l'ipotesi delle clientele

studiarono il campione delle aziende appartenenti all'indice New York Stock Exchange. Per farlo decisero di osservare il valore di due variabili:

1. **Dividend yield:** in questo caso, maggiore è il dividendo e minori saranno gli utili distribuiti mediante riacquisto azioni e quindi capital gain. In quest'ottica, le aziende che staccano un dividendo alto sono molto apprezzate da tutti quegli investitori appartenenti ad uno scaglione fiscale basso, mentre aziende con dividendo basso, sono preferite dagli investitori appartenenti ad uno scaglione fiscale elevato.
2. **Payout ratio:** le aziende con questo tasso elevato distribuiscono una grande quantità dei loro utili in dividendi o mediante riacquisto azioni. Siccome all'aumentare del tasso, aumentano i dividendi distribuiti, gli investitori che preferiscono queste azioni sono appartenenti ad uno scaglione fiscale basso.

Andando quindi a testare il campione usando queste due variabili, è possibile calcolare la statistica rappresentante il comportamento ex-dividend ($\frac{P_B - P_A}{D}$) e di conseguenza ricavare gli scaglioni d'imposta. I risultati dello studio hanno dimostrato come l'effetto clientela sia verificato. Infatti, nel caso di studio del campione con la variabile Dividend yield, si osserva come all'aumentare del rendimento del dividendo, diminuiva lo scaglione d'imposta degli investitori e risultato analogo si è trovato per lo studio del campione con la variabile Payout ratio.

Decile	D/P Mean	$\frac{P_B - P_A}{D}$ ^a			Probability True Mean is One or More	Implied Tax Bracket
		Mean	Standard Deviation	Z Value		
1	.0124	.6690	.8054	.411	.341	.4974
2	.0216	.4873	.2080	2.465	.007	.6145
3	.0276	.5447	.1550	2.937	.002	.5915
4	.0328	.6246	.1216	3.087	.001	.5315
5	.0376	.7953	.1064	1.924	.027	.3398
6	.0416	.8679	.0712	1.855	.031	.2334
7	.0452	.9209	.0761	1.210	.113	.1465
8	.0496	.9054	.0691	1.369	.085	.1747
9	.0552	1.0123	.0538	.229	.591	^b

Figura 7- Relazione tra dividend yield e scaglione d'imposta

Risorse ottenute da Edwin J. Elton and Martin J. Gruber (1970): *Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect*

1.3.2 Modello dinamico

Nei modelli dinamici gli studiosi hanno ipotizzato che gli investitori, potendo effettuare molteplici operazioni sul mercato, possano ridurre l'ammontare complessivo di tasse che pagano e, nel caso di mercati perfetti, riescano addirittura ad azzerarle. Nella pratica ciò detto in precedenza non è però realizzabile per via dei costi di transazione che deve sostenere l'investitore quando effettua delle operazioni di mercato.

Sono state comunque approfondite due casistiche di questo modello:

1. **Strategie dinamiche di elusione fiscale** (Dynamic tax avoidance strategies)
2. **Strategie dinamiche del giorno ex-dividend** (Dynamic ex-dividend day strategies)

La prima casistica prevede che gli investitori possano eludere la tassazione investendo i loro guadagni in istituzioni che sono tax-free, per esempio un fondo pensione. Tale tipologia d'investimento consentirebbe di creare una deduzione degli interessi e quindi di pagare meno tasse. In questo modo si tornerebbe in un mondo ideale come quello di Modigliani-Miller in cui la politica dei dividendi è irrilevante. Tuttavia, nel mondo odierno molti investitori non utilizzano questi metodi perché i costi di transazione che devono sostenere sono troppo elevati e annullerebbero il beneficio dato dalla riduzione delle tasse.

La seconda casistica prevede di effettuare delle operazioni di acquisto e vendita nei giorni vicini all'ex-dividend day. In un mondo ideale in cui gli investitori sono neutrali al rischio, pagano le stesse tasse sui dividendi e capital gain e non vi sono imperfezioni nel mercato, come i costi di transazione, allora la politica dei dividendi risulta essere irrilevante. Infatti, in questo caso, comprare un'azione prima del giorno ex-dividend e venderla una volta ottenuto il dividendo, non comporta un vantaggio fiscale e di conseguenza l'emissione o meno di dividendi non influenza il valore della società. Tuttavia, in presenza di costi di transazione

e tasse differenti tra dividendi e capital gain, si osserva che nei giorni vicini all'ex-dividend day aumenta di molto il numero di transazioni che passano dalle mani di chi paga maggiori tasse a chi ne paga meno. In questo caso, il rapporto $\frac{P_A - P_B}{D} < 1$, ovvero la variazione di prezzo a seguito dell'emissione del dividendo rapportata al dividendo è minore di 1 a causa dei costi di transazione e alle diverse tasse dei dividendi e capital gain. I risultati degli studi indicano che l'importo dei dividendi dovrebbe essere minimizzato se si volesse massimizzare il valore della società. Questo perché il valore si riduce quando non si riesce a mitigare completamente il rischio e sono presenti elevati costi di transazione.

1.4 Modello in presenza di asimmetria informativa

Il mercato è imperfetto non solo perché individui e società devono pagare tasse. Un altro fattore importante riguarda l'informazione: se gli insider (management) avessero maggiori informazioni riguardo al cash flow futuro, i dividendi potrebbero essere un modo per portare quell'informazione al mercato. Assumendo che gli investimenti fatti dalle società siano noti all'intero mercato, l'annuncio di un dividendo potrebbe portare informazioni circa i guadagni correnti e forse quelli futuri. Un dividendo maggiore di quello atteso implica guadagni più elevati del previsto e dal momento in cui il mercato non conosce il livello dei guadagni correnti, un dividendo maggiore ha un impatto positivo sul prezzo di mercato della società. Altro fattore da tenere in considerazione è il conflitto d'interessi che si genera tra i vari stakeholder di una società. Questi infatti potrebbero cercare di far prevalere i propri interessi a discapito degli altri e tali decisioni possono impattare il valore di una società.

Nei seguenti capitoli analizzeremo prima le ipotesi fatte dagli studiosi per quanto riguarda l'effetto segnaletico dei dividendi, mentre nel secondo capitolo vedremo le ipotesi riguardanti il conflitto d'interessi.

1.4.1 Effetto segnaletico

Il concetto sviluppato dagli studiosi è che le società aggiustano il livello dei dividendi in base alle aspettative future: un aumento dei dividendi segnala che la società dovrebbe fare meglio in futuro e viceversa nel caso di una loro diminuzione. Questa teoria potrebbe quindi spiegare come mai le aziende pagano buona parte dei loro guadagni in dividendi.

Alcuni studiosi fecero quindi delle ipotesi su quale potesse essere il ruolo dei dividendi e di come questi potessero ridurre l'asimmetria informativa.

Nel 1985 due studiosi **Miller e Rock** costruirono un modello a due periodi. Al tempo zero la società investe in un progetto la cui profittabilità non può essere osservata dagli investitori.

Al tempo uno, il progetto genera un guadagno che la società usa per pagare dividendi e fare nuovi investimenti. Gli investitori non possono osservare i guadagni o i nuovi livelli d'investimento. Una supposizione importante è che al tempo 1 alcuni azionisti vogliono vendere le azioni perché hanno necessità di liquidità.

Al tempo due, l'investimento della società genera nuovamente un guadagno. Un'assunzione critica è che i guadagni della società siano correlati nel tempo, dunque il management ha l'incentivo di far pensare agli azionisti che i guadagni all'istante uno siano alti, in modo che coloro interessati possano vendere le azioni ad un prezzo elevato.

In questo modello, siccome alcuni azionisti dovranno vendere le loro azioni, i manager utilizzano i dividendi per segnalare l'andamento ottimo dei guadagni correnti ed in questo modo ottenere un prezzo più alto dal mercato. I dividendi hanno quindi un effetto segnaletico.

Tuttavia, dal momento in cui i guadagni e l'ammontare degli investimenti non è osservabile, una società inefficiente potrebbe far credere di avere alti guadagni aumentando i dividendi e tagliando gli investimenti. Una società efficiente deve

quindi pagare un livello di dividendi sufficientemente alti da rendere non attraente per una società inefficiente la riduzione degli investimenti.

Nel modello di Miller e Rock il costo dissipativo che consentiva di segnalare era la distorsione nella decisione d'investimento di un'azienda. Nel modello di **John e Williams** il costo dissipativo è invece dato dalle tasse. Secondo i due studiosi dividendi e riacquisto di azioni non sono perfetti sostituti ed infatti non si può sostituire un dollaro di dividendo con un dollaro di capital gain. Nel loro modello si ipotizza che gli azionisti abbiano bisogno di liquidità e che debbano quindi vendere alcune azioni. Il management, agendo negli interessi degli azionisti e conoscendo il valore dell'azienda, sa che se l'azienda è sottovalutata allora gli azionisti interessati a vendere le azioni lo farebbero ad un valore inferiore a quello reale. Tuttavia, se la società pagasse un dividendo il quale è tassato, il mercato potrebbe percepire l'emissione come un segnale positivo e aumenterebbe il prezzo delle azioni. In questo modo gli investitori dovrebbero vendere meno azioni e potrebbero mantenere una quota maggiore in società.

Perché le aziende inefficienti non trovano vantaggioso questo meccanismo? Perché un'azienda efficiente, segnalando la sua situazione al mercato, aumenta il prezzo delle proprie azioni ed in questo modo gli azionisti che hanno bisogno di liquidità riescono a vendere meno azioni per raggiungere i loro obiettivi e mantenere una quota societaria maggiore. Allo stesso tempo, se l'azienda fosse inefficiente sarebbe sopravvalutata ed un'amissione di dividendi potrebbe rivelare il reale valore della società e di conseguenza diminuirebbe il prezzo delle azioni. Se i dividendi fossero sufficientemente costosi (giusto livello di tasse), solo società efficienti troverebbero vantaggioso l'emissione di dividendi e sostenere il costo delle tasse.

I due modelli sopracitati provano a spiegare il ruolo dei dividendi per ridurre l'asimmetria informativa, ma presentano comunque delle criticità. Per esempio

assumono che gli azionisti per raggiungere il loro obiettivo di liquidità debbano per forza vendere le azioni senza ricorrere ad altri strumenti come il debito. Oppure non spiegano come mai le società mantengano i dividendi costanti o in crescita e praticamente mai li abbassino. Inoltre, facendo analisi empiriche su dati reali, le ipotesi fatte dagli studiosi precedenti non hanno trovato grandi riscontri. Non sembra quindi verificato che le società usino i dividendi per segnalare guadagni futuri in crescita.

Altri studiosi ipotizzarono quindi che un aumento o diminuzione dei dividendi potesse corrispondere ad un cambiamento nella rischiosità della società. Nel 2002 **Grullon, Michaely e Swaminathan** presentarono un modello alternativo rispetto ai precedenti. La loro teoria prevedeva che quando un'azienda matura, si riducono le sue opportunità di investimenti e ciò porta ad una riduzione della profittabilità futura. Dall'altra parte, maturando, si ha un cambiamento della rischiosità, nello specifico una diminuzione. Di conseguenza, una diminuzione delle opportunità d'investimento porta ad una diminuzione del rischio e ad un maggiore free cash flow con conseguente aumento dei dividendi. Un cambiamento dei dividendi porta quindi due notizie: la prima è che il rischio della società è diminuito, la seconda è che è diminuita la sua profittabilità. Una reazione positiva del mercato implica che una notizia ha avuto il sopravvento sull'altra.

1.4.2 Contratti incompleti

Un altro aspetto importante riguardante l'asimmetria informativa è il conflitto d'interessi che si può formare tra azionisti, management e creditori. Questo accade quando rilassiamo l'assunzione che i contratti siano completi. Infatti, le varie forze e gruppi che operano all'interno di un'azienda, in presenza di

contratti incompleti, possono tirare in direzioni diverse e generare quindi dei conflitti.

Il primo conflitto d'interesse è quello tra management e azionisti. Tale conflitto si genera perché i manager, soprattutto di grandi aziende quotate, possono sfruttare la dispersione dell'azionariato ed investire in progetti a NPV negativo soprattutto quando la società ha grandi riserve di liquidità inutilizzata. Troppa cassa porta quindi a sovrainvestire. Una possibile soluzione analizzata dagli studiosi è quella di ridurre la cassa aumentando i payout. In questo modo la società, dovendo pagare un quantitativo maggiore di dividendi, avrà meno disponibilità liquide e il management avrà meno soldi da spendere in benefici privati. Le società aumentano i dividendi quando il loro free cash flow aumenta e il mercato reagisce positivamente perché è a conoscenza che ora il management deve essere maggiormente disciplinato nelle sue azioni. Due studiosi, Shleifer e Vishny, suggerirono che il conflitto d'interesse poteva essere risolto grazie al monitoraggio fatto da un grande shareholder, per esempio una grande società o un'istituzione. Il miglior modo per attirare l'attenzione di tali investitori è proprio quello di emettere grandi quantità di dividendi visto il vantaggio fiscale che possiedono. In questo modo non è solo il grande azionista a guadagnarci, ma anche il singolo individuo, perché grazie al monitoraggio il management non può più fare i suoi interessi. Si potrà quindi osservare un aumento del valore dell'impresa.

Il secondo conflitto d'interessi è quello tra azionista e creditore. Esistono infatti situazioni in cui equityholders potrebbero provare ad espropriare benessere dai debtholders. Per esempio, gli azionisti per poter aumentare i loro dividendi possono agire in due modi: il primo è quello di fare un taglio agli investimenti e utilizzare il risparmio per aumentare i dividendi, il secondo è quello di usare il debito per finanziare i dividendi. In entrambi i casi, se i creditori non anticipassero le intenzioni degli azionisti, il valore di mercato del debito scenderebbe ed il valore di mercato delle azioni aumenterebbe.

1.4.3 Evidenze empiriche

Sino a partire dai primi studi sulla politica dei payout portati avanti da Modigliani e Miller si è cercato di capire quale fosse “l’informazione contenuta all’interno dei dividendi”. Questa informazione è stata formalizzata in due modi:

1. I dividendi sono un segnale ex-ante dei flussi di cassa futuri (effetto segnaletico).
2. I dividendi portano informazioni relative ai guadagni e di come vengano sfruttate le risorse (effetto informativo).

Le ipotesi segnaletiche/informative contengono 3 importanti implicazioni che gli studiosi hanno cercato di dimostrare empiricamente:

1. Cambiamenti dei dividendi dovrebbero portare ad un cambiamento dei guadagni nella stessa direzione.
2. Cambiamenti inaspettati dei dividendi dovrebbero essere accompagnati da un cambiamento dei prezzi delle azioni nella stessa direzione.
3. Cambiamenti inaspettati dei dividendi dovrebbero essere accompagnati da una revisione delle aspettative di guadagno futuro nella stessa direzione.

La prima ipotesi è immediatamente dimostrata perché se un cambiamento dei dividendi non portasse ad un cambiamento dei guadagni allora potremmo concludere che i dividendi non portano alcun tipo di informazione.

La letteratura si è invece concentrata maggiormente sulla seconda ipotesi. Alcuni studiosi come Pettit (1972) hanno dimostrato come un annuncio di aumento dei dividendi abbia portato ad un incremento dei prezzi delle azioni. Inoltre, i risultati degli studi portati avanti da altri studiosi riguardo al mercato americano durante il periodo 1963-1998 hanno dimostrato che in termini assoluti le società che diminuiscono i loro dividendi lo fanno di un ammontare maggiore rispetto alle società che li aumentano, si riporta infatti una media del -44,8% come

diminuzione del dividendo e +31,1% come aumento. Inoltre, un dato importante da riportare è che gli aumenti sono molto più numerosi rispetto alle diminuzioni (6284 contro 1358).

Nel 1995 gli studiosi Michaely, Thaler e Womack fecero ricerche riguardanti cambiamenti estremi nella politica dei dividendi. I risultati furono che nel caso di una società che emetteva dividendi per la prima volta, il prezzo delle azioni aumentava mediamente del 3,4%, mentre nel caso di omissione del dividendo il prezzo diminuiva del 7%. Questo dimostra come il mercato abbia una risposta asimmetrica alle iniziazioni/omissioni e che diminuire i dividendi porta maggiori informazioni rispetto ad aumentarli. Il risultato potrebbe anche spiegare come mai i manager sono così riluttanti a diminuire i dividendi e preferiscono piuttosto mantenerli costanti.

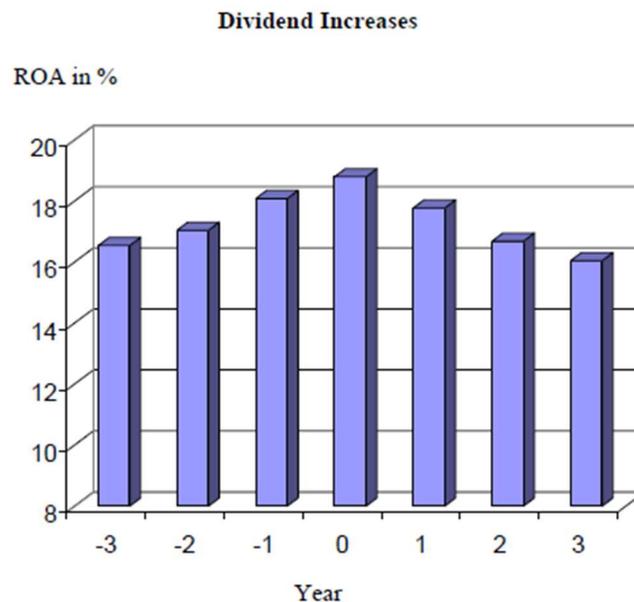
Raggruppando tutte le conclusioni dei vari studi si può confermare che le tre principali evidenze sono:

1. Un cambiamento dei dividendi è associato ad un cambiamento del prezzo delle azioni nella stessa direzione del cambiamento.
2. La reazione del prezzo è correlata alla magnitudo del dividendo.
3. La reazione di prezzo non è simmetrica per aumenti e riduzioni dei dividendi. Le riduzioni hanno un maggior impatto rispetto agli aumenti.

La prima parte ha dimostrato e confermato come i dividendi portino informazioni relative ai guadagni delle società (effetto informativo), mentre di seguito si riporteranno gli esiti degli studi per dimostrare se i dividendi portano informazioni relative ai flussi di cassa futuri (effetto segnaletico).

Il primo studioso ad occuparsi di tale argomento fu Watts nel 1973. Egli analizzò un campione di 310 società negli anni 1946-67 e trovò una relazione positiva tra coefficiente dei dividendi e guadagni futuri. Tuttavia, la statistica di Student relativa al coefficiente era molto bassa, scarsamente significativa e concluse dunque che in generale, se esistesse un'informazione nei dividendi, questa è

molto piccola. Altri due studiosi, Healey e Palepu, fecero uno studio simile. Nel loro campione, 131 società che staccarono per la prima volta un dividendo ottennero una crescita rapida dei guadagni, risultato quindi coerente con l'effetto segnaletico. Tuttavia, non si può dire la stessa cosa per altre 172 società appartenenti al campione che decisero di omettere i dividendi. A seguito dell'omissione infatti si notò un aumento dei guadagni anziché una loro diminuzione, risultato quindi in contrasto con la teoria segnaletica. La stessa conclusione fu ottenuta dallo studio condotto da Benartzi, Micheaely e Thaler i quali notarono che a seguito di un incremento dei dividendi non solo non si manifestava un aumento dei guadagni, ma addirittura questi diminuivano negli anni a seguire. Nella seguente figura è possibile notare come dopo l'istante 0, anno in cui avveniva l'incremento dei dividendi, il ROA delle imprese anziché aumentare, diminuiva.



*Figura 8- Andamento ROA a seguito di un aumento dei dividendi all'istante 0
Risorsa ottenuta da Allen Frankline, Michaely Roni (2002): Payout Policy.*

Risultato analogo si è ottenuto per una diminuzione dei dividendi. A seguito della riduzione il ROA delle società anziché diminuire, aumentava nei periodi successivi.

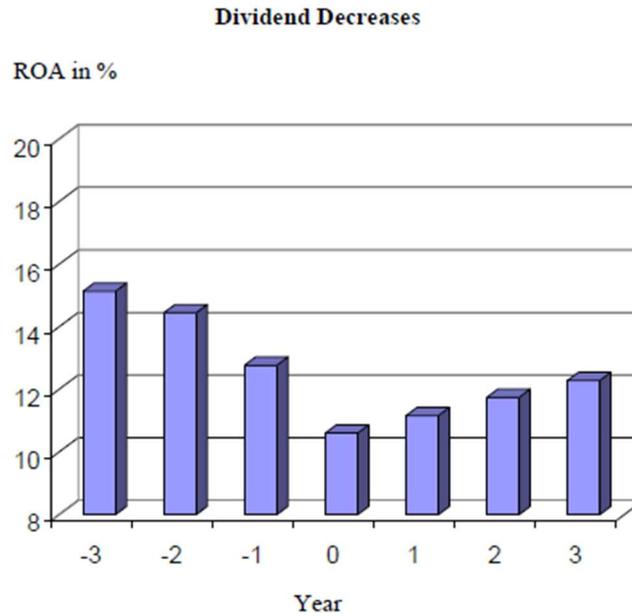


Figura 9- Andamento ROA a seguito di una riduzione dei dividendi all'istante 0
 Risorsa ottenuta da Allen Frankline, Michaely Roni (2002): Payout Policy.

Si può quindi concludere che se un'azienda sta mandando informazioni attraverso i dividendi, queste non sono relative ad una crescita o diminuzione dei flussi di cassa futuri, ma riguardano i guadagni correnti.

1.6 Modello in presenza di costi d'agenzia

I costi d'agenzia sono quella tipologia di costi che gli stakeholder sostengono per allineare gli interessi del management a quelli dell'azienda. Studiosi hanno infatti dimostrato come, in assenza di controllo ed incentivi, i manager tendano a sviare i propri interessi da quelli aziendali. Uno dei fattori che influenza tali costi è sicuramente la presenza di politiche a protezione degli investitori. Negli stati con maggiori protezioni, i risultati empirici hanno dimostrato che i dividendi siano maggiori rispetto agli stati in cui il livello di protezione è più basso.

Nel 2000, lo studioso La Porta, fece uno studio i cui risultati indicarono che i manager non hanno un grosso incentivo a segnalare la qualità della loro azienda mediante la politica dei payout. Questo perché nel caso di conflitto d'interessi,

una segnalazione mediante dividendo potrebbe rivelare il reale comportamento del management. Le società sostengono quindi dei costi legati all'atteggiamento dei manager. I due principali che tratteremo sono:

1. Costi di monitoraggio
2. Costi di avversione al rischio

I costi di monitoraggio vengono sostenuti da tutti quegli stakeholder che, per disciplinare il manager, decidono di controllarlo. Tuttavia, non è sempre molto semplice tenere sotto controllo il management soprattutto nelle grandi società ad azionariato diffuso. Questo perché il singolo azionista, detenendo una piccola quota della società, non è disposto a sostenere da solo l'intero costo del monitoraggio. Solo i large-shareholder hanno interesse a sostenere l'intero costo, perché, detenendo una grande quota della società, ottengono un elevato beneficio grazie al monitoraggio.

I costi di avversione al rischio sono invece dei costi indiretti che devono sostenere gli azionisti. I manager avversi al rischio sono manager che fanno investimenti in progetti a bassa rischiosità e con un ritorno atteso basso. Questo comportamento non è gradito dagli azionisti perché, quando un progetto ha un ritorno atteso basso, la maggior parte del guadagno va a remunerazione dei creditori e resta poco in mano agli azionisti. I manager dovrebbero quindi selezionare dei progetti più rischiosi che possano generare una rendita maggiore anche per gli shareholder.

Il rischio di una società può essere cambiato non solo alterando il mix di progetti, ma anche alterando il rapporto debito-equity. È molto importante che un manager riesca sempre ad equilibrare tale rapporto in modo da far sì che non ci sia un'espropriazione di benessere da parte dei creditori verso gli azionisti e viceversa. Infatti, se una società avesse troppa liquidità in proporzione alla sua rischiosità, significa che i creditori stanno ottenendo una remunerazione (interesse) troppo elevato per il rischio (basso) che stanno correndo. I dividendi

sono un modo con cui si può limitare questo problema. Il rapporto debito-equity può essere infatti equilibrato grazie ai dividendi: quando una società si ritrova con un eccesso di liquidità i manager possono emettere dividendi, remunerare gli azionisti e aumentare il rapporto D/E. Ovviamente, non sempre le cose sono così semplici, infatti gli istituti bancari introducono spesso dei vincoli che non consentono alle società di distribuire dividendi a loro piacimento per far sì che gli azionisti non approfittino della situazione e rendano troppo rischiosa la società in proporzione all'interesse che viene pagato ai creditori.

Un altro aspetto positivo dei dividendi è che, remunerando gli azionisti e consumando cassa, possono incentivare le società a reperire nuovi capitali dal mercato, per esempio emettendo nuove azioni. Affinché una società possa emettere nuove azioni, il mercato effettua tutta una serie di accertamenti e controlli sulla solidità dell'azienda. In questo modo, grazie al monitoraggio fatto dal mercato, si riducono i costi d'agenzia e si può ribilanciare il rapporto debito-equity.

1.7 Riacquisto azioni proprie

Nei capitoli precedenti si è parlato soprattutto della politica dei dividendi e su come questi possano influenzare il valore di un'azienda, trasmettere informazioni al mercato e disciplinare alcuni conflitti d'interesse interni. Sappiamo però non essere gli unici meccanismi di remunerazione per un'azionista, infatti un ruolo sempre più importante e crescente lo stanno avendo i riacquisti di azioni proprie. A partire dagli anni '80 sempre più società hanno iniziato a remunerare gli azionisti con questo metodo e ad oggi l'ammontare di riacquisti è quasi pari a quello dei dividendi.

I tre metodi principali con cui possono essere riacquistate le azioni dal mercato sono:

1. Open-market share repurchase
2. Fixed-price tender offer
3. Dutch auction

Con il primo metodo, le società acquistano le azioni direttamente dal mercato aperto senza fissare alcun tipo di prezzo, si acquista quindi a prezzo di mercato. Tuttavia, in passato, in molte nazioni tale meccanismo non era consentito perché si correva il rischio che alcune società potessero manipolare il prezzo di mercato delle azioni. Nel 1982 la SEC, a conoscenza del problema negli Stati Uniti, iniziò a varare le prime linee guida che consentivano ad un'azienda di riacquistare le proprie azioni senza mostrare un comportamento manipolatorio o sospetto.

Il Fixed-price tender offer prevede che una società, attraverso una banca d'investimento, faccia un'offerta per l'acquisto di una specifica porzione d'azioni ad un prezzo prefissato. Inoltre, le società generalmente si riservano il diritto di aumentare il numero di riacquisti nel caso in cui vi sia un eccesso di sottoscrizioni.

Una Dutch Auction prevede invece che una società specifichi il numero di azioni che intende comprare ed il range di prezzo per l'acquisto. Ogni azionista interessato deve fare un'offerta in cui dichiara il numero di azioni che intende offrire e il prezzo. A questo punto la società aggrega tutte le offerte e sceglie l'offerta con il prezzo minimo che le consente di acquistare il numero desiderato di azioni. Ovviamente, il prezzo è uguale per tutti gli azionisti, quindi anche chi ha offerto un prezzo più basso rispetto a quello pattuito verrà remunerato con un prezzo maggiore.

Nella figura 10 si può osservare come nel corso dei vari anni lo strumento maggiormente utilizzato sia stato il riacquisto di azioni sul mercato aperto. Gli altri due metodi vengono usati maggiormente quando una società ha intenzione

The Use of Dutch Auctions, Tender Offers and Open Market Share Repurchases Through time.

<u>Dutch Auctions</u>		<u>Tender Offers</u>		<u>Open Market</u>	
<u>Cases</u>	<u>Dollars (millions)</u>	<u>Cases</u>	<u>Dollars (millions)</u>	<u>Cases</u>	<u>Dollars (millions)</u>
1980	-	1980	1	1980	86
1981	-	1981	44	1981	95
1982	-	1982	40	1982	129
1983	-	1983	40	1983	53
1984	1	1984	67	1984	236
1985	6	1985	36	1985	159
1986	11	1986	20	1986	219
1987	9	1987	42	1987*	132
1988	21	1988	32	1988	276
1989	22	1989	49	1989	499
1990	10	1990	41	1990	778
1991	4	1991	51	1991	282
1992	7	1992	37	1992	447
1993	5	1993	51	1993	461
1994	10	1994	52	1994	824
1995	8	1995	40	1995	851
1996	22	1996	37	1996	1,111
1997	30	1997	35	1997	967
1998	20	1998	13	1998	1,537
1999	19	1999	21	1999	1,212

Figura 10- Numero di volte che vengono usati i tre strumenti di riacquisto e relativi volumi in milioni di dollari
 Risorsa ottenuta da Allen Frankline, Michaely Roni (2002): Payout Policy.

di comprare un grande ammontare di azioni in un breve periodo di tempo, circa il 15% delle azioni in un solo mese. Nel caso di riacquisto sul mercato aperto vengono riacquistate mediamente il 6% delle azioni nell'arco di più anni.

L'effetto sui prezzi per l'acquisto sul mercato aperto è mediamente del 3% e varia in base all'intensità del riacquisto. Per il metodo fixed-price offers si riporta una reazione del 12%, mentre per la Dutch auction dell'8%.

1.7.1 Teorie sui riacquisti di azioni

La reazione positiva dei mercati all'annuncio di un riacquisto di azioni ed il fatto che le società ripaghino in forma di cash, fanno capire come mai le teorie applicate ai dividendi siano facilmente applicabili anche ai riacquisti di azioni.

Per esempio, uno studioso di nome Vermaelen nel 1984 usò un modello standard di segnalazione in cui i manager erano più informati rispetto agli investitori esterni riguardo alla profittabilità futura e usò i riacquisti di azioni per segnalare l'informazione. Egli dimostrò che i riacquisti potevano essere usati per lanciare un segnale credibile. Questo perché nel modello i manager detengono parte delle azioni ed inoltre per una "cattiva" società (overvalued) è molto costoso ricomprare le azioni. Infatti, se l'azienda comprasse parte delle azioni e i manager non partecipassero a causa della sopravvalutazione, vedrebbero la loro quota ridursi. Sono quindi disincentivati a riacquistare le azioni se la loro società fosse overvalued. Questo modello mostra quindi come anche i riacquisti di azioni siano in grado di segnalare e informare gli azionisti proprio come fanno i dividendi.

Un altro motivo per cui le società utilizzano i riacquisti è per proteggersi da parte di scalate ostili portate avanti da azionisti che hanno come obiettivo ultimo quello di ottenere la maggioranza e prendere il controllo della società. Usando questo strumento i manager, mantenendo una quota maggiore in società, rendono più difficoltosa e cara la scalata.

I riacquisti possono essere usati anche per ridurre i problemi legati al cash flow, ovvero quelle situazioni in cui il management può sfruttare l'elevata disponibilità di cassa della società per fare investimenti in progetti a NPV negativo e che arricchiscono solo i manager. Usare i riacquisti di azioni riduce le riserve liquide, disciplina il management e remunera gli azionisti restituendo parte dei guadagni.

Empiricamente si nota come il mercato reagisca positivamente ad un annuncio di riacquisto di azioni. Inoltre, la reazione è correlata positivamente alla dimensione del programma di riacquisto. I vari studi hanno anche dimostrato che in molti casi, siccome il mercato non comprende il pieno significato delle informazioni contenute nell'annuncio, il prezzo delle azioni nel lungo periodo può subire un'ulteriore variazione. Tale variazione è particolarmente intensa per

le azioni con un Book-to-Value ratio elevato, quindi per tutte quelle società, che avendo un valore di libro superiore a quello di mercato, possono essere considerate sottovalutate.

Alcuni studiosi cercarono successivamente di capire quali fossero i fattori che influenzavano la variazione di prezzo a seguito del riacquisto di azioni. Grullon e Michaely (2000) dimostrarono una diminuzione dei valori del beta negli anni successivi alla recompra. Una riduzione del beta, rappresenta una volatilità inferiore e più simile a quella del mercato e implica quindi una riduzione del rischio. I due studiosi riportarono infatti che mediamente il costo del capitale si è ridotto da 16,3% al 13,7%.

Inoltre, evidenze empiriche mostrano che le società che usano maggiormente i riacquisti di azioni sono quelle che hanno denaro in eccesso, sono spesso a bassa crescita (low-growth) e hanno scarse opportunità d'investimento.

1.7.2 Riacquisti di azioni a confronto con i dividendi

Una domanda a cui gli studiosi hanno sempre cercato di rispondere è come mai i dividendi vengano usati per segnalare informazioni al mercato se allo stesso tempo i riacquisti di azioni svolgono la stessa funzione, ma consentono di pagare meno tasse. In questo capitolo si cercherà di capire se esistono dei vincoli o dei comportamenti che influenzano tale scelta.

Una prima risposta che può essere data per giustificare lo scarso utilizzo dei riacquisti fino al 1980 è che in quel periodo vi erano dei vincoli istituzionali. Le aziende non potevano infatti acquistare le azioni dal mercato perché un comportamento simile risultava essere manipolatorio. Tuttavia, dal 1983 furono introdotte una serie di leggi che consentivano il riacquisto di azioni sul mercato aperto a patto che si rispettassero determinati comportamenti e vincoli. Questa non poteva dunque essere l'unica risposta alla domanda posta ad inizio capitolo. Due studiosi, Ofer e Thakor (1987), presentarono un modello in cui le società

potavano segnalare il loro valore mediante dividendi o riacquisti. Associati a questi segnali c'erano due tipi di costo:

1. Il primo era legato alla capital structure di una società. Infatti, se un'azienda segnalava con uno dei due metodi, riduceva le proprie riserve interne di capitale e poteva correre il rischio di dover attingere a capitale esterno, come debito o equity, maggiormente costoso del capitale interno.
2. Il secondo costo, legato esclusivamente ai riacquisti, è che riacquistare le azioni comporta un aumento della rischiosità del portafoglio di un manager. Infatti, quando un'azienda stacca dei dividendi, i manager, che detengono parte delle azioni della società, ricevono parte del benessere sotto forma di cash. Nel caso invece dei riacquisti di azioni, i manager sovente non sono intenzionati a vendere le azioni per non ridurre la loro quota nella società e non ricevono dunque alcun tipo di remunerazione.

La conseguenza di questo modello è che se i prospetti futuri fossero maggiori rispetto a come li percepisce il mercato, allora il manager accetterebbe un maggior rischio e opterebbe per il riacquisto di azioni. Se invece la discrepanza non fosse elevata, allora i manager sceglierebbero i dividendi. In questo caso si nota quindi come riacquisti lancino un segnale più forte rispetto ai dividendi.

Altri studiosi come Brennan e Thakor (1990) e Barclay e Smith (1988) fornirono un'altra spiegazione. Essi ipotizzarono che parte del costo del capitale di una società è funzione dei costi legati alla selezione avversa. Quando alcuni azionisti sono maggiormente informati rispetto ad altri, possono ottenere vantaggi sfruttando le maggiori informazioni. Faranno offerte quando le azioni hanno un valore maggiore del prezzo di mercato e viceversa. Quando la liquidità di una società viene pagata sotto forma di dividendi, azionisti informati e non, ricevono la loro quota di dividendi, quindi in questo caso non si ha selezione avversa. Di conseguenza gli azionisti non informati hanno una preferenza per i dividendi anche se questi sono tassati maggiormente. Dall'altra parte, gli azionisti informati

preferiscono i riacquisti perché riescono a fare profitti ai danni degli azionisti non informati. Gli studiosi concludono dicendo che il meccanismo di remunerazione scelto dalla società dipende dalla maggioranza dei voti degli azionisti, se gli informati avessero più voti si sceglierebbero i riacquisti, viceversa i dividendi. Inoltre, dovendo sostenere un costo per ottenere le informazioni, il numero di azionisti informati dipende dall'ammontare del payout. Per un ammontare elevato, anche piccoli investitori potrebbero avere l'incentivo a sostenere il costo dell'informazione, mentre per un ammontare minore solo grandi azionisti possono sostenere il costo dell'informazione.

Con questi modelli di esempio si è quindi capito quali possano essere le determinanti della scelta tra dividendi e riacquisti di azioni. Di seguito si riporteranno invece i risultati empirici che ci consentiranno di capire quale sia il grado di sostituibilità dei due metodi remunerativi e quali siano i fattori che influenzano principalmente la scelta.

La seguente tabella è la stessa riportata ad inizio tesi (pagina 6) e mostra come siano cambiati i quantitativi di dividendi e riacquisti negli anni. Si noti, come già detto, che il valore totale dei payout aumenta. I dividendi però sono variati in modo molto meno intenso rispetto ai riacquisti che hanno invece acquisito sempre maggiore importanza fino a raggiungere pari volume con i dividendi. Tuttavia, se si osserva il dividendo medio rapportato al valore di mercato delle aziende, si nota come questo valore diminuisca, mentre in modo opposto, il riacquisto medio aumenta. Questo dato potrebbe indicare un principio di sostituibilità tra i due metodi remunerativi.

	Earning			Market Value		
	Payout medio	Dividendo Medio	Riacquisto azioni medio	Payout medio	Dividendo Medio	Riacquisto azioni medio
Anni 70	41,6%	38,3%	3,2%	4,4%	4,0%	0,3%
Anni 80	45,6%	45,6%	16,8%	4,8%	3,6%	1,2%
Anni 90	74,4%	50,9%	23,5%	3,3%	2,3%	1,0%

Nel 2002 Grullon e Michaely usarono il modello ideato da Lintner nel 1956 per spiegare come le società determinano i loro livelli di dividendi. Lintner aveva

osservato che la decisione di cambiamento dei dividendi era una funzione di due variabili:

1. Payout target dell'azienda
2. Velocità con cui si decideva di raggiungere il valore target. Questo perché un aumento dei dividendi per raggiungere il valore prefissato non avveniva mai in modo immediato, ma con un certo tasso di crescita.

Usando questo modello, Grullon e Michaely, furono in grado di calcolare il valore atteso del dividendo basandosi sui dividendi passati e determinare se il valore effettivo del dividendo era al di sopra o al di sotto di quello atteso. In questo modo poterono osservare ogni deviazione dal comportamento tenuto in passato e verificarono successivamente se tale deviazione fosse dovuta ad un aumento dei riacquisti di azioni. In caso positivo, si dimostrava una correlazione tra dividendi e riacquisti.

I due studiosi, applicando il modello al campione di società, verificarono l'esistenza di una correlazione negativa tra riacquisti di azioni e dividendi. Si può quindi concludere che le società sostituiscono i dividendi con i riacquisti. Tuttavia, dallo studio è emerso che il tasso di sostituzione sia diverso da uno.

Dopo aver raggiunto questa importante conclusione si è indagato su quali fossero le circostanze in cui il management decide di usare i riacquisti e i dividendi.

Il primo risultato fu che la decisione dipendeva dalla relazione tra i programmi relativi alle stock option e la politica dei payout. Le stock option portano infatti un allineamento tra gli interessi degli azionisti e dei manager. Questi ultimi non hanno più l'incentivo ad investire in progetti a NPV negativo e massimizzano quindi il market value della società. Dall'altra parte però avranno incentivo a preferire i riacquisti rispetto ai dividendi. Nel 2000, Fenn e Liang, dimostrarono una relazione negativa tra i piani di stock option e i dividendi. Nello specifico dimostrarono che:

1. Il payout dei dividendi è correlato negativamente alla magnitudo del piano di stock option.
2. I riacquisti sono correlati positivamente alla magnitudo del piano di stock option.
3. Il Payout totale è negativamente correlato alla magnitudo del piano di stock option. Di conseguenza la riduzione del payout totale è maggiore dell'incremento dei riacquisti.

In conclusione tali risultati sono a supporto di ciò che è stato detto precedentemente.

Un altro studioso dimostrò inoltre che nel caso in cui le stock option siano detenute da soli impiegati, si avrebbe un aumento dei riacquisti, mentre i dividendi sarebbero tenuti costanti. Invece, se le stock option fossero detenute anche dal management si potrebbe osservare non solo un aumento dei riacquisti, ma anche una diminuzione dei dividendi.

Un altro importante fattore che influenza la scelta tra dividendi e riacquisti è la volatilità dei guadagni. Lintner dimostrò nei suoi modelli che i dividendi venivano considerati più come un compenso permanente, mentre i riacquisti erano legati maggiormente alla volatilità dei guadagni. Empiricamente si dimostrava infatti che società con un'elevata volatilità degli introiti tendevano ad usare maggiormente i riacquisti rispetto a quelle a bassa volatilità.

1.8 Gli studi di Lintner

John Lintner, nato nel 1916, era un professore presso la Harvard Business School. Durante la sua vita egli condusse innumerevoli studi in ambito economico e finanziario e fu uno dei co-fondatori del capital asset pricing model.

Di seguito parleremo di uno studio condotto nel 1956 relativo a come le società distribuiscono le loro entrate tra dividendi, riserve di utili e tasse.

Il campione analizzato era composto da 600 società ben consolidate. Di queste 600 ne sono state selezionate 28 per un'analisi dettagliata. Sono state selezionate aziende appartenenti per lo più all'area industriale, anche per motivi legati alla maggior diversità di politiche dei dividendi e una maggior conoscenza di tali politiche tra i maggiori gruppi industriali. In seguito, sono state fatte analisi finanziarie approfondite su ogni azienda e si è studiata la sua evoluzione nel periodo post guerra. Le successive analisi erano focalizzate sul determinare i fattori che influenzano maggiormente le scelte sui tassi dei dividendi. Le società sono state selezionate in modo da avere una varietà ampia di situazioni e contrasti su politiche aziendali tra società che sono simili per certe caratteristiche, ma diverse per altre.

La prima osservazione empirica fu che la variabile dipendente nel processo decisionale era **il cambio** del tasso attuale dei dividendi, non tanto l'ammontare del nuovo tasso. Questo era dovuto principalmente ad un comportamento conservativo da parte del management, il quale credeva che gli azionisti preferissero un tasso stabile e che il mercato pagasse un premium sulla costanza o graduale aumento dei tassi. L'attitudine ad evitare cambiamenti irregolari e improvvisi dei tassi portò allo sviluppo di alcuni modelli di comportamento per le decisioni sui dividendi. Il modello principalmente usato prevedeva di cambiare i tassi dei dividendi distribuendo la crescita su più anni e quindi non fare un aumento improvviso da un anno all'altro. La politica di distribuire la crescita dei tassi su più anni consentiva di stabilizzare la distribuzione dei dividendi e garantire un modello costante che poteva aiutare a minimizzare le reazioni degli azionisti. Allo stesso tempo anche il management poteva vivere in modo più confortevole con l'inevitabile incertezza sullo sviluppo futuro della società. È dunque chiaro che ogni motivo che possa indurre il management a cambiare i tassi dev'essere prudente, convincente e ampiamente conoscibile da parte di tutti gli stakeholder. Il parametro che meglio di tutti soddisfa tali

condizioni è il guadagno netto (net earning). Infatti, il management, tolto casi eccezionali, ha sovente preso decisioni basandosi esclusivamente sul livello dei guadagni. Nel caso in cui non ci fossero particolari segnali da parte degli utili, il management preferisce non aumentare i tassi e mantenerli costanti. Si è quindi osservato che spesso l'unico fattore ad influire sui dividendi è il livello degli utili. Per descrivere meglio questa dipendenza lo studioso ha diviso il campione di società in due gruppi: uno, rappresentante circa i due terzi delle società, che considera le aziende con un valore target del tasso dividendi/utili; l'altro gruppo non presenta invece un valore target.

Primo gruppo

Oltre al valore target dei tassi, un altro fattore importante è la velocità di aggiustamento del tasso dei dividendi. Nella maggior parte delle società, una volta deciso un valore target, non si procede immediatamente all'aumento al tasso prefissato, ma si tende a frazionare la crescita e distribuirla su più anni. Per quanto riguarda la velocità di aggiustamento, due aziende del campione aumentavano immediatamente i dividendi al livello prefissato, mentre le altre procedevano con un aumento a scaglioni. La frazione di aumento variava da metà fino a un quinto o un sesto del delta di aumento.

Il payout target osservato varia da un minimo del 20% ad un massimo dell'80%, mentre il 50% risulta essere il target maggiormente diffuso.

Il diverso livello di valori target riflette un grande numero di fattori relativi alle esperienze vissute da una società durante la sua storia. Nella maggior parte delle aziende, il numero di esperienze vissute ha portato alla creazione di una base decisionale che nel tempo è stata razionalizzata con diversi parametri in modo da poter fissare una politica dei dividendi. I fattori principali che sono entrati a far parte dello standard sono:

1. Le prospettive di crescita del settore e dei guadagni della società.
2. I movimenti ciclici delle opportunità d'investimento.

3. I requisiti di capitale circolante (working capital).
4. I flussi interni di capitale.
5. La preferenza degli investitori per un tasso dei dividendi ragionevolmente stabile o fluttuante ed il premio che il mercato metterebbe se vi fosse una crescita costante del tasso.
6. Il payout normale e la velocità di aggiustamento dei tassi delle aziende competitor.
7. La stabilità finanziaria della società, la facilità di accesso al mercato dei capitali a condizioni favorevoli.
8. Fiducia del management riguardo alle proiezioni future del budget, vendite future e profitti.

Come detto in precedenza, oltre agli utili netti, questi fattori servono a definire quale sia il payout target di ogni società. Lo studioso ha successivamente osservato che tutte le scelte relative al piano finanziario e livello di budget di ogni azienda sono presi in funzione di tali standard facendo in modo che non venga mai intaccato il payout. Viene quindi messo al primo posto il livello target dei dividendi e in base a questo si adeguano le altre decisioni aziendali. Nel caso in cui fossero presenti abbondanti opportunità di investimento, il management manterrebbe invariato il livello di payout dei dividendi. In seguito finanzierebbe con la cassa restante le opportunità d'investimento e, nel caso in cui i fondi non bastassero, procederebbe con un riesame dei progetti e finanzierebbe con risorse esterne (debito o emissione di nuova equity) i progetti meritevoli d'investimento.

Secondo gruppo

Il restante un terzo del gruppo di aziende ha un comportamento che può essere riassunto più brevemente. Le aziende appartenenti a questo gruppo non hanno degli standard da seguire, quindi non hanno un payout target o una velocità di aggiustamento. Per esempio, un'azienda appartenente a questo gruppo definiva il livello dei suoi dividendi tramite la mediana dei dividendi di mercato di un

gruppo di società growth. Altre società invece, definivano in modo errato i loro dividendi in base a ciò che era la volontà del manager più influente. Comunque, la maggior parte delle aziende appartenenti a questo gruppo, nonostante non definissero un target, hanno variato i loro dividendi in linea con il cambiamento implementato dalle società del primo gruppo.

Per quanto riguarda l'effetto delle tasse, l'impatto che hanno sui livelli dei dividendi è semplice da spiegare. Dal momento in cui il fattore che incide maggiormente sul livello dei dividendi è l'utile netto, maggiori sono le tasse, minori saranno gli utili netti e dunque minore il payout.

In seguito, Lintner ha cercato di implementare un modello che potesse riflettere il pattern decisionale messo in atto dalle società per definire il payout target. Egli introdusse il seguente modello:

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i(D_{it}^* - D_{i(t-1)}) + u_{it}$$

Dove $D_{it}^* = r_i P_{it}$ è il dividendo che la società dovrebbe pagare all'istante t se il dividendo fosse basato esclusivamente sul tasso target r e r è il tasso di payout target, P_i è il profitto post tasse dell'anno corrente, ΔD_{it} è la variazione dei dividendi all'istante t , D_t e D_{t-1} sono i dividendi pagati all'istante a pedice. Il valore i indica la società i -esima. Il parametro c_i indica la frazione di differenza tra il livello target dei dividendi D_{it}^* e il dividendo pagato all'anno precedente $D_{i(t-1)}$. La costante a è zero o assume un valore positivo per riflettere la diffusa riluttanza a ridurre rispetto ad aumentare i dividendi. Il termine u tiene conto del margine di errore, delle discrepanze e di tutti quei fattori che non sono menzionati nel modello.

I risultati del modello mostrano che 26 di 28 società hanno un valore specifico di r_i e 20 hanno un valore ragionevolmente definito di c_i . 22 aziende adattano il livello dei loro dividendi di anno in anno, mentre le altre ogni 2 o 3 anni. Grazie a questo modello è stato possibile esprimere l'andamento dei dividendi di circa

l'85% degli anni del campione. Successivamente, per testare la bontà del modello, Lintner decise di fittare i dati relativi al periodo pre guerra in modo da ricavare i valori dei parametri, in seguito sviluppare il modello nel periodo post guerra ed infine confrontare i risultati ottenuti con i valori effettivi. Il modello utilizzato è molto simile a quello citato in precedenza, ma con elaborazioni di alcuni termini:

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i(D_{it}^* - D_{i(t-1)}) + u_{it}$$

Sapendo che $D_{it}^* = r_i P_{it}$ si ottiene:

$$D_t = a_i + c_i r_i P_{it} + (1 - c)D_{t-1} + u_t$$

Considerando $b = c_i r_i$ e $d = 1 - c$ si ottiene:

$$D_t = a_i + b P_{it} + d D_{t-1} + u_t$$

Fittando questo modello ai dati del periodo pre guerra 1918-1941 si è ottenuta la seguente espressione:

$$D = 352.3 + 0.15P + 0.7D_{-1}$$

Applicando i risultati ottenuti nel modello precedente, Lintner ha stimato l'andamento dei dividendi nel periodo post guerra 1946-1954. La seguente tabella mostra gli errori percentuali tra l'andamento effettivo dei dividendi e quello stimato dal modello. È possibile osservare come l'errore algebrico medio sui

SUMMARY OF RESULTS OF PREDICTIONS OF POSTWAR DIVIDENDS (1946-54, INCLUSIVE), FROM VARIOUS EQUATIONS FITTED TO PREWAR DATA, ALL AMERICAN CORPORATIONS

Variables Used	Years Fitted	ALGEBRAIC MEAN ERROR			MEAN ABSOLUTE ERROR			ROOT-MEAN-SQUARE ERROR		
		Billions of Dollars	% Actual Dividend	% Actual Retained Earnings	Billions of Dollars	% Actual Dividends	% Actual Retained Earnings	Billions of Dollars	% Actual Dividends	% Actual Retained Earnings
<i>Pw, D-1</i>	1918-41	-163.7	2.0	2.2	527.2	6.4	5.6	596.7	7.3	6.3
<i>Pn, D-1</i>	1918-41	457.9	5.6	6.1	498.8	6.1	6.7	611.2	7.5	8.2
<i>D=D-1</i>	—	590.8	7.2	7.9* 6.3†	636.8	7.8	8.5* 6.7†	815.8	10.0	10.9 8.6
<i>Pw</i>	1918-41	2462.4	30.1	26.0	2462.4	30.1	26.0	2684.3	32.8	28.4
<i>Pn</i>	1918-41	2618.8	32.0	35.1	2618.8	32.0	35.1	2922.5	35.7	39.1
<i>Pn, P-1, S-1</i>	1921-40	5333.4	65.2	71.4	5333.4	65.2	71.4	5433.1	66.4	72.7
<i>Pn, D-1, B-1</i>	1918-41	2162.4	26.4	28.9	2162.4	26.4	28.9	2434.1	29.8	36.6
<i>Pw/NW</i>	1918-41	-316.8	3.9	4.2	624.6	7.6	8.4	712.1	8.7	9.5
<i>Pw/NW</i>	1918-41	-658.6	8.1	7.0	684.6	8.4	7.2	802.1	9.8	8.4
<i>Pn, NW</i>	1918-41	1471.8	18.0	19.7	1471.8	18.0	19.7	1502.8	18.4	15.9
<i>Pw, NW</i>	1918-41	1334.3	16.3	14.1	1368.3	16.7	14.5	1623.1	19.8	17.1
<i>Pw, D-1, NW</i>	1919-41	2256.2	27.6	23.9	2256.2	27.6	23.9	2449.1	29.9	25.9

* Using retained earnings without inventory valuation adjustment.

† Using retained earnings with inventory valuation adjustment.

SOURCE: *Pw* and *Pn* are profits after tax with and without inventory valuation adjustment respectively, *D* net dividends, *S* book surplus, *B* cumulated retained earnings from 1918, *NW* average net worth (book value). Regressions were computed using Department of Commerce data back to 1929, and earlier data (adjusted to Commerce concepts) from Goldsmith's *A Study of Saving in the United States*, Part I, and *Statistics of Income*.

Figura 11- Errori di stima del modello di Lintner

Risorsa ottenuta da Jhon Lintner (1956): *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*

dividendi corrisponde ad un 2%, mentre sugli utili trattenuti è del 2,2%. Per quanto riguarda l'errore assoluto medio si riporta un 6,4% sui dividendi e un 5,6% sugli utili trattenuti.

Inoltre, aggiungendo parametri che tengano conto di investimenti in capitale come spese in impianti e macchinari o esborsi in conto capitale meno ammortamenti, non si sono ottenuti coefficienti statisticamente significativi. I parametri risultano essere significativi solo nel momento in cui vengono sostituiti ai profitti, ma i risultati sono meno considerevoli. Quindi, i parametri del modello originale (P, D) risultano non essere affetti da errori dovuti a variabili omesse. Questo indica che vi è una relazione tra i profitti e gli investimenti in capitale e che negli anni le società hanno saputo fissare una politica dei dividendi e allo stesso tempo gestire gli investimenti in funzione della politica scelta. Le evidenze mostrano che il modello di base incorpora le principali determinanti delle decisioni sui dividendi e che i parametri sono ragionevolmente stabili nel lungo periodo.

1.9 Il nostro focus: Conflitto di interessi tra azionista di maggioranza e minoranza

Nel capitolo 1.6 si è parlato di due importanti costi d'agenzia, probabilmente i principali. Nel seguente capitolo si parlerà di un argomento trattato in minor parte dalla letteratura, ovvero come i dividendi possano disciplinare il comportamento tenuto dagli azionisti di maggioranza verso quelli di minoranza. Si nota infatti come in tutte le grandi società, soprattutto quelle affiliate ad un gruppo, un costo d'agenzia molto comune è quello generato dal comportamento opportunistico dell'azionista di maggioranza che cerca di fare i propri interessi ai danni degli azionisti di minoranza.

In uno studio condotto da Mara Faccio, Larry H.P. Lang e Leslie Young durante il 2000/2001 si analizza il problema descritto precedentemente nel mercato Europeo e Asiatico e si studiano quali siano le differenze tra i due continenti. Il problema, come accennato in precedenza, riguarda l'espropriazione di benessere da parte dei grandi azionisti. Tale espropriazione può avvenire per esempio facendo degli accordi intra-gruppo non vantaggiosi alla società, trasferimento di assets da una società all'altra a sconto ecc. Si ipotizza dunque che i dividendi possano avere un ruolo importante, perché possono distribuire la ricchezza della società a tutti gli azionisti e non lasciarla nelle mani degli insider. Dunque, come ipotizzato anche da La Porta (2000) in un precedente studio, le società con un certo livello di maggioranza pagano dividendi maggiori per tranquillizzare gli investitori ed evitare che questi, in futuro, possano chiedere un maggior sconto sul prezzo delle azioni. Inoltre, il ruolo dei dividendi dipende molto dal sistema giuridico di un paese. Si nota che i paesi con un sistema forte hanno dividendi maggiori, mentre l'opposto accade nei paesi a bassa protezione.

Lo studio è stato effettuato andando a cercare una relazione tra il tasso dei dividendi e il rapporto O/C. Dove O rappresenta i diritti di proprietà di un'azionista e C i suoi diritti di controllo. Questa definizione dei valori di O e C nasce dal fatto che, sovente, in molte grandi società chi controlla non è un singolo individuo ma un gruppo di società organizzate con una struttura piramidale. Tale organizzazione consente alla società che sta in cima, di controllare con una quota molto piccola, la società a valle ed è per questo che si crea una discrepanza tra i diritti di proprietà e i diritti di controllo.

Si fa di seguito un esempio per spiegare meglio il concetto. Si ipotizzino quattro società A, B, C, D. L'impresa A detiene una partecipazione del 50% in B, mentre B detiene una partecipazione del 40% in C che a sua volta detiene il 30% di D. Il proprietario di A è azionista di maggioranza della sua azienda grazie al 50% e le quote che possiede delle altre società gli consentono di avere comunque una

maggioranza solida. A questo punto si può affermare con certezza che l'azionista di maggioranza di A, grazie ad una quota del 6% ($50\% \cdot 40\% \cdot 30\%$), riesce a controllare il 30% di D. In questo esempio quindi il valore di O è del 6%, mentre il valore di C è del 30%.

Dopo aver spiegato il significato del tasso O/C, si può affermare che un valore basso di tale indicatore rappresenta che la società è controllata da una lunga catena di società e che quindi possono essere presenti molte occasioni per espropriare gli azionisti. Inoltre, se la società seguisse la volontà dei suoi proprietari pagherebbe bassi dividendi visto che trarrebbe maggior utilità dall'espropriazione delle risorse aziendali. In una situazione simile se l'investitore fosse razionale sarebbe in grado di percepire il rischio e quindi chiederebbe uno sconto sul valore delle azioni, anticipando la possibile espropriazione di benessere.

Per analizzare il campione di aziende i due studiosi hanno definito due gruppi:

1. **Società strettamente affiliate** (tightly affiliated): ovvero società collegate all'interno di un gruppo con almeno il 20% per ogni collegamento.
2. **Società vagamente affiliate** (loosely affiliated): ovvero società collegate all'interno di un gruppo con più del 10% e meno 20% per ogni collegamento.

Questa distinzione suggerisce che gli investitori siano ampiamente in grado di anticipare che le società strettamente affiliate con un valore basso di O/C tenderanno ad espropriare gli azionisti di minoranza. Per quanto riguarda le società vagamente affiliate, si nota invece che gli investitori sembrano meno in allerta e preoccupati per la situazione. I due studiosi cercarono quindi di testare le seguenti due ipotesi:

1. Quando il controllo è stretto, allora il valore del tasso O/C dovrebbe essere correlato negativamente al livello dei dividendi. Dunque minore è il valore di O/C, maggiori devono essere i dividendi. Questo perché l'espropriazione è ben visibile (società strettamente affiliate) e gli investitori anticipano il comportamento dei grandi proprietari.

2. Quando il controllo è lieve, allora il valore del tasso O/C dovrebbe essere correlato positivamente al livello dei dividendi. Questo perché l'espropriazione è difficilmente visibile (società vagamente affiliate) e gli investitori fanno fatica ad anticipare il comportamento dei grandi proprietari.

Il campione studiato comprende un totale di 5897 società, non solo di grandi dimensioni, ma anche di medie e piccole dimensioni. Sono stati considerati, come detto precedentemente, due livelli di diritti di controllo: un primo taglio al 20% e un secondo al 10%.

È importante precisare che nelle prime due sezioni della seguente tabella, A e B, quando si considera il taglio del 20%, si considerano tutte quelle società che hanno un azionista che detiene almeno il 20% delle azioni della società, non importa che questo azionista sia un gruppo o un singolo individuo. Stesso ragionamento vale per il taglio del 10%.

La seguente tabella è in grado di dare una visione generale del campione. Si nota che per il taglio al 20%, in Europa solo il 39% delle società può considerarsi ad ampio azionariato (widely held), mentre in Asia lo stesso dato è al 43,6%. Queste percentuali sono basse rispetto agli Stati Uniti in cui sono presenti molte più società ad ampio azionariato. Il divario è ancora maggiore se si andasse a considerare il taglio al 10%. Infatti, a tale livello, solo il 15,6% delle società in Europa è ad azionariato diffuso, mentre in Asia il dato è al 20,28%. Si conclude quindi che una grande percentuale delle società sia in Europa che in Asia può considerarsi strettamente o vagamente affiliata.

Alla seconda riga della tabella si può osservare che le famiglie sono le principali azioniste di maggioranza. Le società controllate da famiglie al taglio del 20% in Europa sono il 43,13%, mentre in Asia il 37,86%. Lo stesso dato con il taglio del 10% riporta il 55,9% in Europa e il 45,05% in Asia. Si osserva dunque che in Europa sono presenti più famiglie che controllano le società rispetto all'Asia.

La sezione B della tabella ci mostra che in Europa ci sono maggiori manager che appartengono alla famiglia proprietaria rispetto all'Asia, ma è inferiore il numero di azionisti che detiene almeno il 10% dei diritti di controllo.

Nella sezione C della tabella si mostra la percentuale di aziende che sono affiliate ad un gruppo. Per il livello del 20% si osserva che in Europa sono affiliate ad un gruppo circa il 46,3% delle aziende, mentre in Asia il 48,48%. Per il taglio del 10%, in Europa sono affiliate ad un gruppo il 49,24% mentre in Asia il 63,93%. Si può quindi notare come al livello del 20% le differenze non siano così grandi, ma per il livello del 10% iniziano ad esserci importanti differenze. Questo dato ci fa capire che in Asia sono presenti maggiori controlli via gruppo e che in Europa, per avere un controllo effettivo della società, è necessario detenere almeno il 20% delle azioni.

TABLE 1—OWNERSHIP AND CONTROL IN WESTERN EUROPE AND EAST ASIA

	20-percent cutoff			10-percent cutoff	
	Europe	Asia	LLS	Europe	Asia
A: Percentage of Corporations by Controlling Owner					
No one has \geq cutoff percentage of control rights	39.01	43.60	36.48	15.60	20.28
Family	43.13	37.86	30.00	55.90	45.05
State	3.30	4.58	18.33	3.49	6.26
Widely held financial institution	10.12	4.94	5.00	19.64	17.80
Widely held corporation	2.38	9.02	5.00	1.46	10.61
Miscellaneous (foreign-owned, reciprocal holdings)	2.06	0.00	5.19	3.91	0.00
B: Percentage of Corporations with Controlling Owner that Use Control Enhancements					
Top manager from controlling shareholder's family	68.12	57.10	68.59	66.04	54.55
No one else has \geq 10 percent of control rights	54.69	67.80	75.48	54.91	62.26
C: Percentage of Corporations by Forms of Control					
Affiliated to group	46.30	48.48	n.a.	49.24	63.93
Controlled via pyramiding	15.33	39.60	25.75	18.41	45.68
Controlled via cross-holding	6.01	10.12	3.15	6.27	11.02
Controlled via reciprocal holding	0.90	n.a.	n.a.	0.69	n.a.
D: Mean Percentage Holding of Largest Shareholder of Corporations Where One Shareholder Holds at Least 5 Percent of the Control Rights					
Ownership rights	34.60	15.70			
Control rights	37.75	19.77			
Ownership/Control rights	0.877	0.746			

Figura 12- Analisi del campione

Risorsa ottenuta da Mara Faccio, Larry H.P. Lang e Leslie Young (2000/2001): *Dividends and Expropriation*

La sezione D mostra infine quali sono i diritti di proprietà e di controllo medi per Europa e Asia. Si osserva che i diritti di proprietà in Europa sono decisamente maggiori rispetto a quelli in Asia, 34,6% contro 15,7%. Questo dato indica quindi che i proprietari, avendo una maggiore quota in società, hanno meno incentivi ad espropriare gli azionisti di minoranza. Tale conclusione è supportata anche dal fatto che il tasso O/C è maggiore in Europa rispetto all'Asia, 0,877 contro 0,746.

La seguente tabella mostra una distribuzione dei gruppi in base alla loro dimensione in Europa e Asia. La colonna a sinistra chiamata "Group size" rappresenta il range di aziende che devono essere possedute da un singolo gruppo. Le colonne "Groups" rappresentano il numero di gruppi che hanno un numero di società affiliate comprese nel range della colonna "Group size". Il tutto è suddiviso in base ai due livelli di maggioranza del 20% e 10%.

TABLE 2—GROUP SIZES IN WESTERN EUROPE AND EAST ASIA

Group size range	20-percent cutoff				10-percent cutoff				Loosely affiliated	
	Europe		Asia		Europe		Asia		Europe	Asia
	Groups	Corporations	Groups	Corporations	Groups	Corporations	Groups	Corporations	Corporations	
[100, 200)	0	0	0	0	0	0	3	359	0	229
[50, 100)	1	51	1	53	5	326	3	252	80	84
[20, 50)	6	175	7	221	3	78	2	45	11	1
[10, 20)	6	78	13	166	10	129	14	182	1	21
[5, 10)	34	201	21	165	46	304	36	256	1	8
[2, 5)		1,020		657		785		570	4	59
Total group affiliates		1,525		1,262		1,622		1,664	97	402
Total corporations		3,294		2,603		3,294		2,603		

Notes: The column headed "Groups" gives the number of groups with n affiliated corporations where n is in the size range specified. The column headed "Corporations" gives the total number of corporations affiliated to groups in the specified size range.

Figura 13-Distribuzione dei gruppi in Europa ed Asia

Risorsa ottenuta da Mara Faccio, Larry H.P. Lang e Leslie Young (2000/2001): *Dividends and Expropriation*

Si può osservare come per il range massimo di [100,200) aziende, soltanto l'Asia al livello del 10% ha 3 gruppi che controllano più di 100 aziende ciascuno. Si osserva come in Europa, al livello del 10%, i maggiori 18 gruppi controllano 533 società, mentre in Asia i maggiori 6 gruppi controllano 611 società. La colonna di

destra mostra per ogni range quante aziende siano vagamente affiliate ai gruppi. Sommando tutti i dati si ottiene che in Europa ci sono 97 società loosely affiliated, mentre in Asia il numero sale a 402, sintomo di una possibile maggior espropriazione da parte dei grandi azionisti.

Il tasso a cui una società decide di pagare i dividendi può darci informazioni importanti riguardo l'espropriazione da parte degli insider. Questo perché i dividendi possono trasferire benessere dalle mani dell'azionista che controlla la società a tutti gli azionisti in modo proporzionato alle azioni che possiedono. Tuttavia, i bilanci possono essere manipolati in favore degli insider ed è per questo che i due studiosi hanno utilizzato diversi indici per misurare il livello dei dividendi, in modo da poter aggirare la manipolazione dei bilanci e capire il reale impatto dei dividendi. Sono stati quindi usati i seguenti indici:

1. **Dividend/cash-flows ratio** (div/cf)
2. **Dividend/earnings ratio** (div/earn)
3. **Dividend/Sales** (div/sale)
4. **Dividend/market-capitalization ratio** (div/mkcap)

Gli indici riportati sopra vengono utilizzati nella regressione dei dividendi, ma, oltre a loro, vengono usate anche altre variabili.

Per esempio, $\ln(TA)$, dove TA sta per Total Assets, è una variabile usata per tenere conto della dimensione di una società.

D/A è il rapporto che tiene conto della leva finanziaria: con questa variabile ci si aspetta che società con un valore elevato di D/A paghino meno dividendi, perché devono già pagare gli interessi sul debito. Inoltre, i creditori faranno da monitoraggio per evitare l'espropriazione da parte degli insider e, infine, debito e dividendi sono considerati come sostituti per risolvere i problemi legati ai costi d'agenzia.

$GSDecile$ è una variabile che tiene conto della crescita delle vendite negli anni, può avere un valore che oscilla tra 1 e 10 e nel caso di un valore alto di questa

variabile, vuol dire che ci sono buone opportunità di crescita per la società e quindi è giustificata la ritenuta dei guadagni che serviranno per finanziare la crescita.

CRation è una variabile dummy e tiene conto se il capitale è razionato o meno. Si considera razionato se la media su 5 anni dell'aumento del capitale azionario + debito rapportato alle vendite è inferiore alla mediana del campione e il tasso di crescita della società è maggiore della mediana del campione. Ci si aspetta che questa variabile abbia un impatto negativo sui dividendi, dunque se il capitale fosse razionato il valore della dummy sarebbe 1 e diminuirebbero i dividendi.

Legal Res è una variabile che tiene conto della percentuale minima di guadagni che una società deve accantonare ogni anno e da aggiungere come deposito di sicurezza fino al raggiungimento di una certa soglia. Tale variabile può avere un effetto negativo sui dividendi. Può variare tra 0 e 100.

Group è una variabile dummy che tiene conto se la società è affiliata o meno ad un gruppo. Nel caso di affiliazione è pari a 1, altrimenti 0.

Europe è una variabile dummy e tiene conto che la società sia situata in Europa (1) oppure al di fuori (0).

Civil Law è una dummy che vale 1 se la società la legge dello stato in cui risiede la società si basa sulla legge romana, 0 se si basa sul Diritto Comune (Common Law). Con la Civil Law gli azionisti di minoranza sono meno protetti, dunque si ipotizza un'influenza negativa sul valore dei dividendi.

La seguente tabella riporta alcuni dati utili a descrivere il campione di aziende. Per ogni nazione è riportato il numero di società, la percentuale di società affiliate al 10 e al 20 percento e il rapporto O/C. Al livello del 20% la percentuale di società affiliate ad un gruppo è maggiore in Indonesia con il 70%, mentre al livello del 10% è maggiore nelle Filippine con il 76,79%. In Europa il dato maggiore si registra in Italia. Abbassando il livello dal 20 al 10 percento, l'affiliazione ad un gruppo aumenta leggermente in Europa, mentre cresce di molto nei paesi asiatici.

Per esempio, Taiwan passa dal 12,98% al 48,09% e Singapore da 17,02% a 65,98%. La differenza di affiliazione ad un gruppo tra Europa e Asia è insignificante al 20%, mentre è molto significativa al 10%.

TABLE 4—GROUP AFFILIATION, OWNERSHIP/CONTROL, AND MEAN DIVIDEND RATES IN EUROPE AND ASIA

Country	Number of corporations	Percentage of corporations group affiliated at 10 percent	Percentage of corporations group affiliated at 20 percent	O/C	Div/cf	Div/earn	Div/mkcap	Div/sale
Panel A: Summary Statistics								
France	529	48.96	47.26	0.930	12.69	31.41	2.22	4.33
Germany	598	53.18	44.82	0.836	16.79	35.69	1.79	2.10
Hong Kong	284	48.24	42.25	0.887	35.91	37.81	3.76	7.66
Indonesia	167	74.85	70.06	0.782	27.23	35.58	3.11	4.30
Italy	193	60.62	56.99	0.732	10.04	32.99	2.31	1.78
Japan	1,039	73.72	58.81	0.632	13.08	35.29	0.81	0.69
Malaysia	222	59.46	40.54	0.852	24.53	27.63	1.11	3.63
Philippines	112	76.79	66.07	0.921	6.48	9.35	1.06	1.23
Singapore	194	65.98	17.01	0.802	21.77	29.50	1.27	4.01
South Korea	317	53.00	47.00	0.916	8.78	26.81	1.51	0.79
Spain	624	45.99	43.91	0.940	7.80	31.01	2.59	2.96
Taiwan	131	48.09	12.98	0.864	13.03	19.27	0.84	2.26
Thailand	137	43.07	37.23	0.950	29.76	44.75	3.05	5.81
United Kingdom	1,350	47.48	46.15	0.864	31.99	39.11	2.56	6.82
All	5,897	55.72	47.26	0.832	23.41	33.99	1.88	3.57
Europe	3,294	49.24	46.30	0.877	26.48	35.87	2.30	4.72
Asia	2,603	63.93	48.48	0.778	20.11	32.16	1.49	2.43
Panel B: T-statistics for Differences Between Means								
European vs. Asian corporations		-7.25 ^a	-1.12	13.27 ^a	6.63 ^a	4.57 ^a	13.24 ^a	8.64 ^a
Group-affiliated vs. nonaffiliated corporations at 20-percent level of control					3.38 ^a	6.00 ^a	2.45 ^b	3.88 ^a
Group-affiliated vs. nonaffiliated corporations at 10-percent level of control					1.58	4.95 ^a	-1.38	2.27 ^b
O/C = 1 vs. O/C < 1 corporations					-2.39 ^b	-5.28 ^a	0.76	-0.16
Civil Law vs. Common Law countries					-18.96 ^a	-5.58 ^a	-14.88 ^a	-15.68 ^a

Notes: Dividend rates are unadjusted. The sample includes 5,897 corporations in 1996.

^a Denotes significance at the 1-percent level.

^b Denotes significance at the 5-percent level.

^c Denotes significance at the 10-percent level.

Figura 14- Risultati della regressione suddivisi per nazione

Risorsa ottenuta da Mara Faccio, Larry H.P. Lang e Leslie Young (2000/2001): Dividends and Expropriation

Nella tabella B sono riportati alcuni test statistici per verificare se le differenze tra paesi europei e asiatici sono significative o meno. Si può osservare come le società con un valore di O/C inferiore a 1 pagano dividendi significativamente maggiori rispetto alle società con un valore di O/C pari a 1. Inoltre, società affiliate ad un gruppo pagano dividendi significativamente maggiori rispetto a quelle non

affiliate se si va a considerare una soglia del 20%, quindi società strettamente affiliate. Per il 10% non si riscontra invece un risultato significativo.

La seguente tabella compara i tassi dei dividendi delle società raggruppandole sia per il loro livello di O/C, sia per la loro affiliazione o meno ad un gruppo.

TABLE 5—MEAN DIVIDEND RATES ACROSS OWNERSHIP AND AFFILIATION CHARACTERISTICS

Variable	All corporations	Group-affiliated corporations at 20-percent level	Nonaffiliated corporations at 20-percent level	T(Z)-statistic for difference	Group-affiliated corporations at 10-percent level	Nonaffiliated corporations at 10-percent level	T(Z)-statistic for difference
IADiv/cf							
O/C < 1	5.82 (0.14)	6.42 (1.63)	1.51 (-3.89)	2.86 ^a (3.11 ^a)	4.80 (-0.64)	5.51 (-0.49)	-0.26 (-0.22)
O/C = 1	3.24 (-3.21)	3.12 (-3.83)	2.63 (-3.55)	0.38 (0.34)	2.93 (-4.05)	2.78 (-3.51)	0.91 (-0.13)
T(Z)-statistic for difference	2.61 ^a (3.50 ^a)	2.42 ^b (3.22 ^a)	-0.67 (0.98)		1.54 (8.83 ^a)	1.43 (1.12)	
IADiv/earn							
O/C < 1	3.69 (1.55)	5.06 (2.91)	-0.66 (-2.97)	3.84 ^a (3.95 ^a)	3.39 (1.10)	3.06 (0.82)	0.14 (0.07)
O/C = 1	-0.33 (-3.88)	0.77 (-1.90)	-1.26 (-5.59)	1.83 ^c (2.02 ^b)	0.95 (-2.05)	-1.53 (-5.89)	2.27 ^b (2.25 ^b)
T(Z)-statistic for difference	4.75 ^a (5.27 ^a)	3.70 ^a (3.88 ^a)	0.41 (0.56)		2.25 ^b (15.02 ^a)	2.29 ^b (0.29)	
IADiv/mkcap							
O/C < 1	0.58 (0.03)	0.62 (0.03)	0.30 (-0.12)	3.15 ^a (3.43 ^a)	0.48 (-0.04)	0.83 (0.28)	-2.13 ^b (-1.59)
O/C = 1	0.64 (0.09)	0.66 (0.10)	0.61 (0.06)	0.58 (1.03)	0.61 (0.08)	0.64 (0.07)	-0.37 (0.04)
T(Z)-statistic for difference	-0.87 (-0.17)	-0.40 (-0.03)	-2.92 ^a (-2.58 ^a)		-1.61 (-5.63 ^a)	2.89 ^a (2.98 ^a)	
IADiv/sale							
O/C < 1	2.43 (0.04)	2.46 (0.01)	1.55 (0.002)	1.88 ^c (0.35)	2.10 (-0.02)	2.43 (-0.005)	-0.44 (-0.13)
O/C = 1	2.40 (0.06)	3.01 (0.06)	1.92 (0.001)	3.16 ^a (0.27)	2.93 (0.06)	1.91 (-0.003)	3.01 ^a (0.18)
T(Z)-statistic for difference	0.12 (-0.17)	-1.34 (-0.21)	-0.91 (0.34)		-2.30 ^b (-4.81 ^a)	2.13 ^b (-2.59 ^a)	

Notes: Dividend rates are industry adjusted. The sample includes 5,897 corporations in 1996. Median and T(Z)-statistics are reported in brackets.

^a Denotes significance at the 1-percent level.

^b Denotes significance at the 5-percent level.

^c Denotes significance at the 10-percent level.

Figura 15- Comparazione società suddivise in base al valore di O/C e affiliazione ad un gruppo
 Risorsa ottenuta da Mara Faccio, Larry H.P. Lang e Leslie Young (2000/2001): *Dividends and Expropriation*

Anche con questo studio i risultati mostrano come le società affiliate ad un gruppo al livello del 20% paghino maggiori dividendi rispetto a quelle non affiliate. Questo è dimostrato dal fatto che il test sulla differenza dei tassi è significativo. Inoltre, considerando la variabile O/C, si dimostra come le società con un valore di O/C minore di 1 paghino dividendi significativamente maggiori rispetto a quelle con O/C pari a 1. Tale risultato è valido anche considerando società affiliate ad un gruppo, ma con livelli di O/C differenti.

La seguente tabella riporta i risultati della regressione fatta sulle misure dei 4 tassi dei dividendi. Le variabili in gioco sono il rapporto O/C, Group tiene conto dell'affiliazione o meno ad un gruppo, Europe tiene conto che la società sia situata in Europa, ln(TA) tiene conto della dimensione della società. Si può notare come con il taglio del 20%, la variabile O/C*Group abbia un coefficiente negativo e sia significativa su 3 dei 4 indici. Questo dimostra, come già detto precedentemente, che le società affiliate ad un gruppo tendono a pagare maggiori dividendi. Il coefficiente, essendo negativo, implica che al diminuire del valore di O/C*Group, aumenti l'ammontare dei dividendi. Lo stesso risultato non è ottenuto al livello del 10%. Si può quindi concludere che le società controllate da gruppi al livello del 20% devono pagare maggiori dividendi in modo da bilanciare le preoccupazioni degli azionisti di minoranza quando il rapporto O/C è basso.

TABLE 6—REGRESSIONS OF DIVIDEND RATES ON GROUP AFFILIATION AND THE OWNERSHIP/CONTROL RATIO

Dependent variable	Intercept	O/C	Group	O/C* Group	O/C* Europe	O/C*Group *Europe	Ln(TA)
Panel A: Group Affiliation Defined at the 20-Percent Level of Control							
IADiv/cf	4.97 ^a (2.88)	0.518 (0.38)	3.806 ^a (2.84)	-5.124 ^a (-3.20)	1.663 ^b (2.06)	1.967 ^b (2.06)	0.65 ^a (6.93)
IADiv/eam	-18.93 ^a (-7.37)	-0.213 (-0.11)	7.468 ^a (3.75)	-9.005 ^a (-3.78)	2.572 ^b (2.14)	2.650 ^c (1.86)	2.22 ^a (15.78)
IADiv/mkcap	-0.56 ^a (-3.08)	0.625 ^a (4.41)	0.347 ^b (2.47)	-0.454 ^a (-2.71)	-0.437 ^a (-5.16)	0.199 ^b (1.98)	0.06 ^a (6.51)
IADiv/sale	2.80 ^a (4.00)	0.778 (1.42)	0.452 (0.83)	-0.704 (-1.09)	-0.087 (-0.27)	1.763 ^a (4.55)	0.48 ^a (12.54)
Panel B: Group Affiliation Defined at the 10-Percent Level of Control							
IADiv/cf	9.21 ^a (2.89)	-3.465 (-1.17)	-0.726 (-0.25)	-1.314 (-0.44)	1.285 (1.60)	2.728 ^a (2.91)	0.66 ^a (6.96)
IADiv/eam	-10.11 ^b (-2.14)	-8.80 ^b (-2.00)	-2.206 (-0.51)	-0.069 (-0.02)	1.796 (1.50)	4.050 ^a (2.91)	2.21 ^a (15.73)
IADiv/mkcap	-0.11 (-0.32)	0.237 (0.76)	-0.142 (-0.47)	-0.123 (-0.39)	-0.482 ^a (-5.73)	0.345 ^a (3.51)	0.07 ^a (6.57)
IADiv/sale	3.35 ^a (2.59)	0.223 (0.19)	-0.215 (-0.18)	0.002 (0.00)	-0.026 (-0.08)	1.545 ^a (4.07)	0.48 ^a (12.60)

Figura 16- Risultati regressione sul livello dei dividendi

Risorsa ottenuta da Mara Faccio, Larry H.P. Lang e Leslie Young (2000/2001): *Dividends and Expropriation*

La seguente tabella mostra un altro importante risultato, ovvero la relazione positiva tra il livello dei dividendi e la variabile dummy Europe. La variabile è significativa anche considerando gli altri 3 tassi dei dividendi. Tale relazione è valida quando si considerano società affiliate ad un gruppo e dimostra che in Europa gli investitori anticipano maggiormente il rischio di espropriazione da parte degli insider e richiedono quindi un dividendo maggiore.

TABLE 7—REGRESSIONS OF DIVIDEND RATES BY GROUP AFFILIATION

	Intercept	O/C	Ln(TA)	GSDecile	CRation	D/A	Legal Res	Europe	Civil Law	Adjusted R ²	F
IADiv/cf as Dependent Variable											
Group affiliated at 20 percent	19.18 ^a (7.75)	-3.934 ^a (-4.25)	0.222 (1.19)	-0.364 ^a (-2.87)	-0.374 ^a (-3.00)	-13.611 ^a (-8.96)	-5.120 ^b (-2.01)	2.934 ^a (4.60)	-6.385 ^a (-8.02)	0.112	44.88 ^a
Nonaffiliated at 20 percent	14.154 ^a (4.96)	0.455 (0.31)	0.066 (0.33)	-0.445 ^a (-3.36)	-0.178 (-1.35)	-12.257 ^a (-7.86)	-6.133 ^a (-3.78)	0.697 (1.05)	-3.829 ^a (-5.06)	0.070	25.23 ^a
Group affiliated at 10 percent	17.96 ^a (8.02)	-3.824 ^a (-4.49)	0.19 (1.10)	-0.36 ^a (-3.16)	-0.31 ^a (-2.68)	-13.32 ^a (-9.61)	-5.37 ^a (-2.89)	3.40 ^a (5.93)	-5.92 ^a (-8.47)	0.110	51.74 ^a
Nonaffiliated at 10 percent	19.01 ^a (3.06)	-3.758 (-0.69)	0.14 (0.62)	-0.49 ^a (-3.26)	-0.24 (-1.60)	-12.67 ^a (-7.21)	-6.47 ^a (-3.20)	0.29 (0.38)	-3.79 ^a (-4.45)	0.067	19.91 ^a

Figura 17- Relazione tra Dividendi e variabile Europe

Risorsa ottenuta da Mara Faccio, Larry H.P. Lang e Leslie Young (2000/2001): *Dividends and Expropriation*

I due studiosi, per capire meglio il motivo di questa relazione tra Europa e livello dei dividendi, hanno ipotizzato che la ragione sia dovuta alla presenza di azionisti con una partecipazione di almeno il 10%. Ad inizio capitolo si era infatti detto che l'Europa presenta un maggior numero di azionisti con almeno il 10% rispetto ai paesi asiatici. Tale presenza può mitigare l'espropriazione da parte degli insider. Si è deciso quindi di testare l'ipotesi andando ad aggiungere una variabile dummy "Multiple Owners" che tiene conto della presenza di shareholders che possono disciplinare il comportamento dell'azionista di maggioranza. La seguente tabella mostra i risultati della regressione fatta considerando le società appartenenti ad un gruppo con un collegamento minimo del 20%. Non verrà riportato il risultato per il livello del 10%, ma i risultati sono gli stessi. Si può notare come in due tassi dei dividendi la variabile "Multiple Owners" per l'Europa sia significativa e con coefficiente positivo, a conferma quindi dell'ipotesi. In Asia invece, il coefficiente è significativamente negativo

per due tassi dei dividendi, suggerendo che gli azionisti con almeno il 10% delle azioni colludono con l'azionista di controllo espropriando benessere agli outsider di minoranza.

TABLE 8—REGRESSIONS OF DIVIDEND RATES FOR GROUP-AFFILIATED CORPORATIONS IN EUROPE AND ASIA

	Intercept	Multiple Owners	O/C	Ln(TA)	GSDecile	CRation	D/A	Legal Res	Civil Law	Adjusted R ²	F
IADiv/cf as Dependent Variable											
Europe	18.63 ^a (5.61)	-0.017 (-0.02)	-2.942 ^b (-2.11)	0.53 ^b (2.12)	-0.17 (-0.91)	-0.57 ^a (-3.37)	-13.93 ^a (-6.71)	15.36 (1.45)	-7.98 ^a (-4.45)	0.080	17.639 ^a
Asia	18.43 ^a (4.94)	-3.14 ^a (-3.78)	-2.061 (-1.63)	-0.16 (-0.56)	-0.33 ^c (-1.88)	-0.30 (-1.56)	-13.68 ^a (-6.08)	-5.79 ^b (-2.21)	-5.98 ^a (-5.10)	0.104	19.336 ^a
IADiv/earn as Dependent Variable											
Europe	5.55 (1.19)	3.719 ^a (3.26)	-5.878 ^a (-3.00)	2.09 ^a (5.92)	-0.16 (-0.61)	-0.28 (-1.19)	-26.62 ^a (-9.11)	16.91 (1.13)	-8.00 ^a (-3.18)	0.083	18.156 ^a
Asia	-12.71 ^b (-2.15)	-2.082 (-1.58)	-6.65 ^a (-3.31)	2.27 ^a (5.05)	-0.61 ^b (-2.17)	-0.04 (-0.15)	-14.41 ^a (-4.03)	3.20 (0.77)	-3.38 ^c (-1.82)	0.034	6.50 ^a
IADiv/mkcap as Dependent Variable											
Europe	2.01 ^a (5.83)	0.031 (0.37)	-0.355 ^b (-2.44)	0.03 (1.18)	-0.12 ^a (-6.32)	-0.003 (-0.15)	0.08 (0.36)	4.03 ^a (3.65)	-1.04 ^a (-5.57)	0.044	9.69 ^a
Asia	1.47 ^a (3.22)	-0.090 (-0.88)	0.185 (1.19)	-0.09 ^a (-2.68)	0.12 ^a (5.34)	-0.005 (-0.21)	-0.27 (-0.98)	-0.88 ^a (-2.75)	-0.61 ^a (-4.25)	0.093	17.12 ^a
IADiv/sale as Dependent Variable											
Europe	9.80 ^a (5.36)	0.825 ^c (1.85)	1.663 ^b (2.17)	0.88 ^a (6.36)	-0.11 (-1.11)	-0.30 ^a (-3.27)	-26.75 ^a (-23.39)	-2.50 (-0.43)	-0.94 (-0.95)	0.298	81.86 ^a
Asia	3.96 ^a (4.71)	-0.457 ^b (-2.44)	0.011 (0.04)	0.15 ^b (2.38)	0.09 ^b (2.29)	-0.15 ^a (-3.38)	-5.45 ^a (-10.76)	-0.85 (-1.44)	-2.59 ^a (-9.82)	0.238	50.21 ^a

Figura 18- Relazione tra tasso dei dividendi e variabile Multiple Owners

Risorsa ottenuta da Mara Faccio, Larry H.P. Lang e Leslie Young (2000/2001): Dividends and Expropriation

La seguente tabella serve nuovamente a confermare le ipotesi introdotte in precedenza. Rappresenta, per ogni nazione, la relazione tra il livello dei dividendi e l'indicatore O/C o la variabile Multiple owner. Si osserva che per le società Europee affiliate ad un gruppo al livello del 20% è presente una relazione negativa tra indicatore O/C e dividendi. Infatti, nazioni come Francia, Spagna e Inghilterra presentano valori significativi del coefficiente e questo comporta che al diminuire del rapporto O/C, aumentino i dividendi. Per quanto riguarda le

nazioni asiatiche si osserva un'inversione della relazione come per esempio l'Indonesia e la Thailandia.

TABLE 9—COUNTRY REGRESSIONS OF DIVIDEND RATES FOR GROUP-AFFILIATED CORPORATIONS

	IADiv/cf	IADiv/earn	IADiv/sale	IADiv/mkcap	N
Panel A: Coefficient Estimates for the O/C Variable					
France	-8.393 ^a (-2.90)	2.766 (0.31)	-0.576 (-0.18)	0.613 (0.94)	250
Germany	-2.868 (-1.26)	-3.495 (-0.66)	1.310 (1.00)	0.094 (0.32)	268
Hong Kong	2.371 (0.25)	6.134 (0.83)	-2.686 (-1.04)	0.628 (0.80)	120
Indonesia	6.749 (0.97)	-1.203 (-0.21)	2.129 ^b (2.13)	-0.357 (-0.60)	117
Italy	-0.712 (-0.29)	4.333 (0.98)	0.638 ^c (1.70)	0.108 (0.36)	110
Japan	-0.337 (-0.43)	-3.250 (-1.20)	0.049 (0.93)	-0.053 (-1.22)	611
Malaysia	-0.341 (-0.05)	4.646 (0.49)	2.206 (1.00)	0.498 (1.21)	90
Philippines	-3.884 (-0.54)	1.364 (0.19)	0.685 (0.70)	0.233 (0.08)	74
Singapore	-29.916 ^b (-2.23)	-37.150 ^a (-2.93)	-1.313 (-0.99)	-1.387 ^b (-2.47)	33
South Korea	2.533 (0.74)	-8.208 (-1.14)	-0.047 (-0.24)	-0.213 (-0.66)	149
Spain	-0.012 (-0.09)	-5.390 ^a (-2.68)	-0.830 ^b (-2.53)	-0.462 ^a (-2.93)	274
Taiwan	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0
Thailand	26.33 ^b (2.16)	21.520 (1.31)	3.550 (0.95)	0.960 (0.74)	51
United Kingdom	-6.780 ^b (-2.37)	-8.653 ^a (-2.80)	2.207 (1.54)	-0.812 ^a (-3.32)	623

Figura 19- Correlazione tra tasso dei dividendi e indicatore O/C

Risorsa ottenuta da Mara Faccio, Larry H.P. Lang e Leslie Young (2000/2001): *Dividends and Expropriation*

La seconda parte della tabella riporta che, per gruppi affiliati al 20%, 3 nazioni Europee hanno i grandi azionisti di minoranza con impatto significativo sul livello dei dividendi. Infatti, questi sono in grado di disciplinare la maggioranza ed evitare l'espropriazione di benessere. Il valore della variabile Multiple Owner ha quindi un coefficiente positivo nella regressione. Per quanto riguarda le nazioni Asiatiche, si nota che Giappone, Filippine e Korea del sud, hanno un coefficiente negativo della relazione. Questo risultato conferma che nei paesi

asiatici i grandi azionisti colludano tra loro per espropriare benessere e che il sistema legale tenga meno alla protezione dei piccoli azionisti.

Panel B: Coefficient Estimates for the *Multiple Owners* Variable

France	1.243 (1.09)	2.946 (0.85)	2.618 ^b (2.03)	0.257 (1.00)	250
Germany	0.923 (0.63)	9.954 ^a (2.92)	1.547 ^c (1.83)	0.058 (0.31)	268
Hong Kong	0.964 (0.20)	3.336 (0.87)	-0.790 (-0.59)	0.203 (0.50)	120
Indonesia	2.412 (0.68)	2.990 (1.01)	-0.186 (-0.36)	0.419 (1.36)	117
Italy	1.085 (0.62)	2.094 (0.66)	0.274 (1.02)	-0.068 (-0.31)	110
Japan	-0.190 (-0.33)	-0.390 (-0.19)	-0.074 ^c (-1.91)	0.035 (1.07)	611
Malaysia	-1.113 (-0.21)	-2.591 (-0.38)	-0.234 (-0.15)	0.044 (0.15)	90
Philippines	-29.687 ^a (-3.51)	-6.661 (-0.78)	-0.550 (-0.48)	0.118 (0.04)	74
Singapore	2.041 (0.29)	0.766 (0.12)	-0.095 (-0.14)	0.252 (0.86)	33
South Korea	-5.412 ^a (-3.32)	-2.568 (-0.74)	-0.034 (-0.36)	-0.270 ^c (-1.75)	149
Spain	-0.047 (-0.72)	-0.824 (-0.86)	-0.115 (-0.74)	-0.121 (-1.61)	274
Taiwan	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0
Thailand	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0
United Kingdom	-0.346 (-0.20)	3.435 ^c (1.88)	0.437 (0.51)	0.023 (0.16)	623

Figura 20- Relazione tra variabile *Multiple Owner* e tasso dei dividendi
 Risorsa ottenuta da Mara Faccio, Larry H.P. Lang e Leslie Young (2000/2001): *Dividends and Expropriation*

Si può concludere dicendo che gli studiosi sono stati in grado di dimostrare la relazione negativa tra il rapporto O/C e il livello dei dividendi per società affiliate ad un gruppo al 20%, risultato coerente con l'ipotesi che l'affiliazione ad un gruppo al 20% è osservabile da parte degli azionisti. L'affiliazione al 10% risulta essere invece più subdola, perché maggiormente difficile da osservare ed è in questo caso che spesso gli azionisti di maggioranza possono colludere tra loro ed espropriare ricchezza alle minoranze. Infine, si nota come ci siano differenze sostanziali tra il continente Europeo e quello Asiatico. Infatti, in Europa l'affiliazione ad un gruppo al 10% viene mitigata grazie alla presenza di altri azionisti di minoranza con una buona quota di partecipazione che riescono a

disciplinare la maggioranza. Situazione opposta avviene in Asia, dove le società vagamente affiliate e azionisti di minoranza con una buona quota di partecipazione, colludono tra loro. Il tutto agevolato da un sistema legale meno protettivo rispetto a quello Europeo.

Altri studiosi come Janis Berzins, Øyvind Bøhren, e Bogdan Stacescu, condussero una ricerca nel 2017 riguardante il conflitto tra azionista di maggioranza e minoranza e di come i dividendi potevano disciplinare tale situazione. Il campione esaminato comprendeva società private norvegesi. Questo per tre motivi principali: il conflitto tra shareholder è particolarmente acceso nelle aziende maggiormente controllate, un controllo di maggioranza è molto più presente in società private rispetto a quelle pubbliche, società private con una maggioranza di controllo hanno un basso livello di separazione tra management e controllo. Non a caso, nel campione analizzato più dell'80% delle aziende ha come azionista di maggioranza una famiglia e il 73% di queste elegge il CEO. L'obiettivo dello studio era dimostrare quale delle seguenti due ipotesi fosse verificata:

1. Modello opportunistico: l'azionista di maggioranza usa i suoi diritti di controllo per ottenere benefici privati e finanziare questi mediante una riduzione dei dividendi.
2. Conflict-reducing model: l'azionista di maggioranza paga alti dividendi in modo da mitigare il conflitto e costruire una reputazione di fiducia che consenta di ottenere investimenti in futuro.

I risultati generali ottenuti dallo studio sono a favore della seconda ipotesi, in cui i dividendi sono elevati per remunerare gli azionisti di minoranza ed evitare che questi vengano espropriati della loro ricchezza. Ci sono però altre spiegazioni che possono esporre i risultati dello studio. Per esempio, le aziende con una concentrazione bassa hanno molti azionisti di minoranza che potrebbero volere i

dividendi per motivi di liquidità. Tuttavia, si dimostra che gli azionisti di minoranza ricevono un salario dall'azienda nel 46% dei casi e che i dividendi e i salari sono complementi, non sostituti. Un'altra spiegazione potrebbe essere che i dividendi vengono pagati maggiormente dalle grandi aziende mature con elevati cash flow e minor bisogno di cassa per investimenti. Sembra quindi che i dividendi siano alti perché c'è poco bisogno di nuova equity. Tuttavia, si è dimostrato che le aziende con un potenziale conflitto tra azionisti pagano dividendi elevati ed emettono maggiori azioni. Questo perché potrebbe ridurre la diffidenza degli investitori, quindi il costo del capitale.

Il campione è composto da aziende con una molteplicità di proprietari di cui uno deve possedere più del 50% delle azioni e che quindi controlli le decisioni relative ai dividendi. Il campione rappresenta circa il 20% del fatturato aggregato dell'economia norvegese ed è particolarmente ben costruito perché, per primo, le aziende presentano dei bilanci standardizzati e approvati da un'autorità centrale. Secondo, il database utilizzato comprende tutte le aziende norvegesi ed è quindi possibile risalire ai proprietari diretti e indiretti di ogni società. Terzo, conoscendo tutti i proprietari e le loro relazioni, è possibile costruire le coalizioni tra proprietari raggruppandoli in famiglie. Quarto, dato che si conosce il benessere e la ricchezza di ogni proprietario, è possibile capire quali sono gli intenti della proprietà. Quinto, i dividendi e capital gain sono tassati allo stesso modo, non sono presenti distorsioni.

Inoltre, per ottenere un campione qualitativo si sono impostati i seguenti filtri:

1. Si sono escluse le società finanziarie in modo da eliminare l'effetto dei loro requisiti di capitale, restrizioni della proprietà e regole contabili.
2. Si sono escluse le sussidiarie, perché potrebbero avere motivi particolari per pagare i dividendi, per esempio per la gestione della cassa e del rischio.
3. È obbligatorio che siano presenti vendite positive, assets e personale per evitare aziende non operative.

4. Si sono considerate aziende in cui almeno la metà della proprietà è nelle mani di un singolo individuo o entità.
5. Si sono escluse le società interamente nelle mani della stessa persona, perché non sarebbero presenti dei conflitti tra azionisti.

Nella seguente tabella è possibile osservare il numero di imprese per anno che sono state considerate nel campione. Nelle prime colonne vengono rappresentati i campioni man mano che vengono filtrati con i vincoli citati precedentemente, mentre nell'ultima colonna chiamata "Sample payers" si legge il numero complessivo di aziende che rispettano tutti i vincoli e che pagano dividendi.

Year	Population	Excluding financial firms	Excluding subsidiaries	Excluding passive firms	Excluding very small firms	Excluding firms without majority	Excluding single-owner firms	Sample, all	Sample, payers
2006	180,543	158,516	116,292	71,217	65,631	42,325	10,621	10,621	2,545
2007	191,827	168,078	126,181	68,711	64,319	41,089	10,184	10,184	3,067
2008	197,813	172,480	128,345	69,411	64,904	41,523	9,895	9,895	2,519
2009	200,038	173,982	129,235	70,667	65,796	42,332	9,698	9,698	2,427
2010	203,158	176,476	130,131	71,629	66,587	43,205	9,250	9,250	2,393
2011	208,159	181,411	133,747	72,281	66,832	43,300	8,991	8,991	2,437
2012	221,720	195,698	143,241	75,261	69,276	41,815	9,121	9,121	2,641
2013	235,614	210,198	154,150	78,064	71,094	40,172	8,696	8,696	2,460

Figura 21- Dimensione del campione analizzato

Risorsa ottenuta da: Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017): *Shareholder Conflicts and Dividends*

Il modello di base usato durante la regressione è il seguente:

$$Div_{it} = \alpha + \beta_1 Con_{it} + \beta_2 Liq_{it} + \beta_3 Pro_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Risk_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \varphi_{it}$$

La misura del payout, div , è il rapporto tra i dividendi e gli utili post tasse. La concentrazione della proprietà, Con , è la frazione di equity nelle mani dell'azionista di maggioranza. È la variabile principale che riflette l'effetto di un potenziale conflitto tra azionista di maggioranza e minoranza. Il potenziale conflitto diminuisce all'aumentare di Con , di conseguenza il coefficiente β_1 sarà positivo nel modello opportunistico e negativo o zero nel conflict-reducing model. Le restanti variabili sono variabili di controllo. Un'azienda con molti assets liquidi, Liq , potrebbe pagare maggiori dividendi. Un'azienda con una

maggior profittabilità, Pro, potrebbe destinare una maggior fetta dei sui guadagni come dividendi. Si può ipotizzare quindi un coefficiente positivo sia per Liq che per Pro. Società con alte probabilità di crescita potrebbero aver bisogno di liquidità per futuri investimenti, quindi si ipotizzano payout minori. Si ipotizza dunque un coefficiente negativo per la variabile Growth. Il rischio è invece misurato come la volatilità delle vendite negli ultimi 3 anni. Più un'azienda è rischiosa e meno sarà disposta a staccare dividendi. Si ipotizza quindi un valore negativo del coefficiente di Risk. Ci si aspetta che i dividendi siano correlati positivamente con la dimensione e l'anzianità dell'azienda. La dimensione è misurata con il log delle vendite, mentre l'anzianità dal log del numero di anni da quando l'azienda è stata fondata.

La seguente tabella riporta alcune statistiche descrittive (media e mediana tra parentesi) del campione dal 2006 al 2013. In media, il 27% delle aziende paga i dividendi ogni anno ed il payout medio è circa il 20%. La partecipazione media degli azionisti di maggioranza è del 60% quando il proprietario è considerato come unità singola, è del 62% quando le persone sono assegnate ad un nucleo familiare e del 72% quando si dà una definizione estesa di famiglia.

Characteristic	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	All	Payers
Dividend propensity	0.239 (0.000)	0.299 (0.000)	0.252 (0.000)	0.247 (0.000)	0.256 (0.000)	0.269 (0.000)	0.288 (0.000)	0.281 (0.000)	0.266 (0.000)	1.000 (1.000)
Dividends to earnings	0.179 (0.000)	0.219 (0.000)	0.182 (0.000)	0.189 (0.000)	0.202 (0.000)	0.211 (0.000)	0.231 (0.000)	0.229 (0.000)	0.204 (0.000)	0.770 (0.784)
Dividends to sales	0.021 (0.000)	0.024 (0.000)	0.019 (0.000)	0.019 (0.000)	0.020 (0.000)	0.021 (0.000)	0.023 (0.000)	0.023 (0.000)	0.021 (0.000)	0.078 (0.053)
Dividends to cash flow	0.260 (0.000)	0.328 (0.000)	0.263 (0.000)	0.233 (0.000)	0.263 (0.000)	0.308 (0.000)	0.321 (0.000)	0.333 (0.000)	0.288 (0.000)	1.264 (0.918)
Dividends to assets	0.036 (0.000)	0.044 (0.000)	0.035 (0.000)	0.033 (0.000)	0.034 (0.000)	0.036 (0.000)	0.039 (0.000)	0.038 (0.000)	0.037 (0.000)	0.138 (0.109)
Holding of largest owner, including extended family	0.715 (0.670)	0.723 (0.688)	0.726 (0.700)	0.726 (0.700)	0.730 (0.700)	0.731 (0.700)	0.715 (0.700)	0.717 (0.700)	0.723 (0.700)	0.738 (0.700)
Holding of largest owner, including nuclear family	0.624 (0.640)	0.627 (0.636)	0.628 (0.630)	0.629 (0.625)	0.625 (0.618)	0.625 (0.617)	0.620 (0.607)	0.606 (0.600)	0.623 (0.620)	0.613 (0.600)
Holding of largest owner, including separate owners	0.602 (0.600)	0.605 (0.600)	0.605 (0.600)	0.606 (0.600)	0.604 (0.600)	0.604 (0.600)	0.602 (0.600)	0.606 (0.600)	0.604 (0.600)	0.596 (0.600)
Majority owner in largest family	0.749 (1.000)	0.75 (1.000)	0.744 (1.000)	0.742 (1.000)	0.732 (1.000)	0.729 (1.000)	0.739 (1.000)	0.747 (1.000)	0.742 (1.000)	0.738 (1.000)
Liquidity	0.260 (0.187)	0.265 (0.201)	0.264 (0.195)	0.266 (0.196)	0.264 (0.194)	0.268 (0.200)	0.272 (0.206)	0.275 (0.209)	0.267 (0.199)	0.356 (0.328)
Profitability	0.092 (0.087)	0.099 (0.099)	0.075 (0.080)	0.059 (0.065)	0.053 (0.061)	0.064 (0.067)	0.074 (0.072)	0.068 (0.069)	0.074 (0.075)	0.188 (0.165)
Growth	0.079 (0.063)	0.093 (0.079)	0.087 (0.074)	0.043 (0.041)	0.015 (0.016)	0.022 (0.020)	0.052 (0.038)	0.051 (0.039)	0.057 (0.046)	0.089 (0.069)
Risk	0.353 (0.249)	0.337 (0.234)	0.333 (0.229)	0.333 (0.233)	0.331 (0.229)	0.319 (0.223)	0.306 (0.212)	0.298 (0.207)	0.327 (0.227)	0.259 (0.186)
Size	14.387 (4.879)	18.060 (6.272)	18.665 (6.588)	17.893 (6.443)	18.716 (6.638)	20.031 (7.121)	20.778 (7.200)	19.948 (7.294)	18.464 (6.522)	26.102 (11.364)
Age	15.880 (13.000)	16.280 (13.000)	16.828 (14.000)	17.213 (14.000)	17.546 (14.000)	17.293 (15.000)	18.534 (16.000)	18.919 (16.000)	17.333 (14.000)	18.557 (16.000)
N	10,621	10,184	9,895	9,698	9,250	8,991	9,121	8,696	76,456	20,450

Figura 22- Statistiche descrittive del campione

Risorsa ottenuta da: Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017): *Shareholder Conflicts and Dividends*

Dopo aver analizzato in modo generale alcune caratteristiche del campione, i due studiosi si sono focalizzati sulle variabili del modello di base. Per prima cosa si è deciso di dividere il campione in due gruppi:

1. Società a bassa concentrazione (Gruppo 1): gruppo formato da società con una concentrazione superiore al 50%, ma inferiore al 60%.
2. Società ad alta concentrazione (Gruppo 2): gruppo formato da società con una concentrazione superiore al 90%, ma inferiore al 99%.

Come mostra la tabella, è possibile notare che le aziende appartenenti al gruppo 1 pagano un payout maggiore rispetto a quelle del gruppo 2, circa il 50% in più in media (0.23 vs 0.16). La differenza media annuale tra i due gruppi è di circa 8 punti percentuali. Questi risultati sono quindi coerenti con il conflict-reducing model e inconsistenti con il modello opportunistico.

Panel A: The payout ratio

Year	I: Largest owner has 50–60%	II: Largest owner has 90–99%	I-II	<i>t</i> -test	W-M-W test
2006	0.206	0.139	0.067	(0.000)	(0.000)
2007	0.248	0.183	0.065	(0.000)	(0.000)
2008	0.220	0.143	0.077	(0.000)	(0.000)
2009	0.236	0.140	0.096	(0.000)	(0.000)
2010	0.228	0.148	0.080	(0.000)	(0.000)
2011	0.249	0.160	0.089	(0.000)	(0.001)
2012	0.252	0.179	0.073	(0.000)	(0.001)
2013	0.230	0.172	0.058	(0.003)	(0.007)
All years	0.234	0.158	0.076	(0.000)	(0.000)
Payers	0.783	0.669	0.114	(0.000)	(0.000)

Figura 23- Tasso di payout negli anni

Risorsa ottenuta da: Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017): *Shareholder Conflicts and Dividends*

Per quanto riguarda la seconda parte della tabella, questa riporta i valori medi per quanto riguarda le variabili di controllo. Si osserva come le aziende a bassa concentrazione siano più liquide, più profittevoli, con maggior crescita e più giovani.

Panel B: Control variables

Control variable	I: Largest owner has 50–60%	II: Largest owner has 90–99%	I–II	<i>t</i> -test	W–M–W test
Liquidity	0.259	0.239	0.020	(0.000)	(0.000)
Profitability	0.075	0.066	0.009	(0.000)	(0.000)
Growth	0.075	0.035	0.040	(0.000)	(0.000)
Risk	0.325	0.321	0.004	(0.331)	(0.000)
Size	21.066	19.918	1.148	(0.039)	(0.000)
Age	16.478	21.194	–4.716	(0.000)	(0.000)

Figura 24- Valori medi delle variabili di controllo

Risorsa ottenuta da: Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017): *Shareholder Conflicts and Dividends*

Nella figura 25 sono riportati i valori della regressione di base introdotta precedentemente. È possibile osservare la relazione inversa tra il livello dei dividendi e la concentrazione della proprietà, di conseguenza, al diminuire della concentrazione, aumentano i dividendi. Questi risultati rifiutano il modello opportunistico e confermano la validità del conflict-reducing model. Un comportamento “amichevole” della maggioranza verso i piccoli azionisti può essere interpretato come un tentativo di costruire fiducia. Maggiore è il potenziale conflitto tra azionisti, maggiore è il pagamento di dividendi da parte dell’azionista di maggioranza per cercare di affievolire il contrasto.

Independent variable	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Fama–MacBeth	Pooled
Ownership concentration	–0.169 (0.000)	–0.188 (0.000)	–0.180 (0.000)	–0.224 (0.000)	–0.183 (0.000)	–0.234 (0.000)	–0.194 (0.000)	–0.173 (0.000)	–0.193 (0.000)	–0.101 (0.000)
Liquidity	0.170 (0.000)	0.204 (0.000)	0.226 (0.000)	0.271 (0.000)	0.297 (0.000)	0.311 (0.000)	0.301 (0.000)	0.288 (0.000)	0.259 (0.000)	0.302 (0.000)
Profitability	0.454 (0.000)	0.547 (0.000)	0.451 (0.000)	0.520 (0.000)	0.504 (0.000)	0.574 (0.000)	0.660 (0.000)	0.661 (0.000)	0.546 (0.000)	0.499 (0.000)
Growth	–0.008 (0.625)	–0.026 (0.175)	–0.029 (0.119)	–0.018 (0.358)	–0.060 (0.005)	–0.063 (0.052)	–0.090 (0.002)	–0.100 (0.001)	–0.049 (0.019)	–0.087 (0.000)
Risk	–0.117 (0.000)	–0.130 (0.000)	–0.100 (0.000)	–0.092 (0.000)	–0.116 (0.000)	–0.110 (0.000)	–0.151 (0.000)	0.123 (0.000)	–0.117 (0.000)	–0.061 (0.000)
Size	0.021 (0.000)	0.023 (0.000)	0.018 (0.000)	0.018 (0.000)	0.017 (0.000)	0.016 (0.000)	0.016 (0.000)	0.014 (0.000)	0.018 (0.001)	0.047 (0.000)
Age	–0.026 (0.000)	–0.025 (0.000)	–0.013 (0.032)	–0.001 (0.866)	0.002 (0.742)	0.021 (0.031)	0.012 (0.096)	0.015 (0.047)	–0.002 (0.845)	0.014 (0.001)
R ²	0.292	0.352	0.319	0.321	0.319	0.345	0.353	0.343	0.156	0.157
<i>n</i>	10,621	10,184	9,895	9,698	9,250	8,991	9,121	8,696	76,456	76,456

Figura 25- Risultati regressione

Risorsa ottenuta da: Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017): *Shareholder Conflicts and Dividends*

Il ruolo dei dividendi non è soltanto quello di risolvere il conflitto tra azionista di maggioranza e minoranza, ma è anche quello di costruire una reputazione per la società. Infatti, solo quando si ottiene una buona reputazione è possibile attrarre investimenti da parte delle minoranze. L’azionista di maggioranza potrebbe quindi pagare dividendi maggiori per segnalare l’impegno a non

sfruttare i piccoli azionisti. Tale politica consentirebbe di incrementare il prezzo atteso delle azioni e la proprietà potrebbe sfruttare questo vantaggio per ottenere una quantità maggiore di denaro in una futura emissione di nuove azioni. Se la reputazione fosse un qualcosa di importante, ci si potrebbe aspettare un comportamento "amichevole" verso le minoranze (quindi payout maggiori) in tutte le società che sanno di avere necessità di investimenti in un futuro prossimo. Per controllare se si verificasse questo comportamento, gli studiosi hanno deciso di utilizzare una procedura in due step:

1. Nel primo step si esegue per ogni società una regressione base come quella vista in precedenza e si determina il payout medio su 5 anni (dal 2006 al 2010).
2. Nel secondo step si indaga sulla relazione tra il valore medio dei payout ricavato allo step 1 e l'emissione di nuova equity negli anni successivi, tra il 2011 e 2013.

Per misurare la relazione introdotta allo step 2 si sono utilizzate cinque variabili:

1. Una dummy che assume valore 1 se gli azionisti di minoranza investono maggiormente rispetto al 2010.
2. La seconda variabile controlla se ci sia stata una crescita degli investimenti da parte della minoranza. Tale variabile viene misurata come il rapporto tra variazione di capitale versato dalla minoranza tra il 2010 e il 2013 e il totale del capitale versato dalla minoranza nel 2010.
3. La variabile misura la crescita degli investimenti da parte della minoranza quando questa crescita è positiva.
4. La quarta variabile è una dummy ed è pari a 1 se il capitale versato dalla minoranza è maggiore rispetto al 2010 e c'è almeno un nuovo investitore nel 2013.
5. La variabile è una dummy che assume valore 1 quando il capitale versato dalla maggioranza nel 2013 è maggiore rispetto a quello versato nel 2010.

La seguente tabella riassume i risultati dello studio per capire se il pagamento di maggiori dividendi possa attirare più azionisti di minoranza e, costruendo in loro fiducia, questi investano maggiormente in future emissioni di azioni. I payout medi ricavati nel primo step sono stati rappresentati con una distribuzione e divisi in 5 quantili. Successivamente, si è fatta una regressione per ogni quantile per ottenere il valore delle 5 variabili spiegate nello step 2. È quindi possibile osservare che le società appartenenti al quantile più alto (società che pagano un payout maggiore) ricevano maggiori investimenti in futuro rispetto a quelle presenti nel primo quantile (ricevono bassi dividendi). Si può quindi concludere dando conferma della relazione ipotizzata.

Panel A: Univariate results

Investor behavior	Payout quintile			p-value				n	
	Q1 (lowest)	Q5 (highest)	Q5-Q1	t-test	Wilcoxon test	Chi ² test	Fisher's exact test	A	B
1. Minority invests more	0.183	0.218	0.035	(0.013)	(0.010)	(0.013)	(0.018)	739	750
2. Growth in minority investment	0.018	0.03	0.012	(0.035)	(0.017)			739	750
3. Positive growth in minority investment	0.163	0.268	0.105	(0.053)	(0.014)			141	160
4. New minority invests	0.342	0.375	0.033	(0.035)	(0.017)	(0.038)	(0.027)	739	750
5. Majority invests more	0.268	0.268	0.000	(0.997)	(0.498)	(0.469)	(0.521)	739	750

Figura 24- Risultati Step 1 e Step 2

Risorsa ottenuta da: Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017): *Shareholder Conflicts and Dividends*

Tale relazione suggerisce che payout sopra la media siano associati con più frequenti e cospicui investimenti da parte di azionisti di minoranza. Inoltre, non si ha una dipendenza dal comportamento dell'azionista di maggioranza, si osserva infatti un valore nullo della differenza tra quantili per la quinta variabile "majority invest more".

In seguito, per confermare ulteriormente il comportamento citato in precedenza tenuto dalla minoranza, gli studiosi hanno elaborato una regressione sugli investimenti in nuova equity avvenuti durante il 2011-2013 da parte della minoranza (Inv) ed hanno usato come variabili della regressione il payout medio (ε) e la quota media dell'azionista di maggioranza tra il 2006 e 2010:

$$Inv_i = \gamma + \theta_1 \varepsilon_i + \theta_2 Con_i + \theta_i$$

La seguente tabella riporta i valori dei coefficienti della regressione usando 3 misure differenti per gli investimenti definite nello step 2: “Minority invest more”, “Growth in minority investment” e “New minority invests”.

Come ci si aspettava, il valore dei payout passati è correlato positivamente al livello di investimenti futuri, quindi maggiori sono stati i dividendi in passato e maggiori saranno gli investimenti futuri fatti dalla minoranza. Al contrario, si osserva una relazione negativa tra gli investimenti e la quota di maggioranza. Si può riassumere dicendo che le evidenze sono consistenti con la nozione che gli azionisti di maggioranza scelgano di mantenere alti livelli dei dividendi per mantenere alti gli investimenti futuri da parte della minoranza.

Panel B: Regression results

Independent variable	I: Minority invests more	II: Growth in minority investment	III: New minority invests
Average residual payout	0.223 (0.001)	0.016 (0.010)	0.179 (0.002)
Ownership concentration	-1.508 (0.009)	-0.144 (0.010)	-0.339 (0.122)
R ²	0.110	0.080	0.050
N	3,596	3,596	3,596

Figura 25- Risultati regressione

Risorsa ottenuta da: Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017): *Shareholder Conflicts and Dividends*

La relazione inversa tra concentrazione della proprietà e dividendi è consistente con l’idea che maggiori dividendi siano usati per ridurre i conflitti con gli azionisti ed instaurare maggior fiducia. Tuttavia, la relazione potrebbe essere dovuta anche da altri elementi. Gli studiosi cercarono quindi di dimostrare se era possibile spiegare la relazione osservata con altri fattori come:

1. La segnalazione per ridurre l’asimmetria informativa
2. Necessità di liquidità degli azionisti
3. Causalità inversa
4. Vincoli finanziari degli azionisti

Il primo fattore cerca di spiegare che i dividendi potrebbero essere usati per segnalare la qualità di una società, quindi pagare alti dividendi dovrebbe portare ad una riduzione dell’asimmetria informativa. Gli studiosi cercarono quindi di dimostrare se l’effetto segnaletico fosse in grado di portare ad una profittabilità

futura maggiore. Nella seguente tabella è possibile osservare il valore della crescita della profittabilità suddivisa in 2 scenari, uno in cui i dividendi vengono aumentati e uno in cui vengono diminuiti. Inoltre, 3 colonne misurano la profittabilità nel futuro (2011-2013), nel futuro rispetto al passato (2006-2008) e nel futuro rispetto al presente (2009-2010).

Panel A: Dividend change and profitability growth

Dividend change	Profitability growth		
	Future	Future–Past	Future–Present
Dividends increase			
Mean	–0.011 (0.000)	–0.009 (0.000)	–0.055 (0.000)
Median	–0.008 (0.000)	–0.007 (0.001)	–0.042 (0.000)
<i>n</i>	988	840	1,136
Dividends decrease			
Mean	0.001 (0.289)	–0.006 (0.000)	0.075 (0.000)
Median	0.002 (0.078)	–0.001 (0.012)	0.055 (0.000)
<i>n</i>	988	949	988
Increase–decrease			
Mean	–0.012 (0.000)	–0.003 (0.296)	–0.130 (0.000)
Median	–0.010 (0.000)	–0.006 (0.056)	–0.097 (0.000)

Figura 26- Valori della profittabilità rispetto ad un aumento o diminuzione dei dividendi

Risorsa ottenuta da: Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017): *Shareholder Conflicts and Dividends*

Le stime mostrano che le aziende che hanno aumentato in passato i loro dividendi non hanno ottenuto un aumento della profittabilità, bensì una sua diminuzione. Viceversa, le società che hanno diminuito i dividendi hanno ottenuto una profittabilità maggiore in futuro. Questa evidenza non supporta quindi l'ipotesi che i dividendi siano in grado di segnalare guadagni futuri.

Un altro test per dimostrare l'effetto dell'asimmetria informativa è quello di considerare le commissioni di revisione di una società nell'equazione di regressione di base utilizzata in precedenza. Secondo la teoria, le società opache tendono ad avere dei costi di revisione maggiori e di conseguenza ci si aspetta che maggiori costi (quindi alta asimmetria informativa) siano associati a maggiori dividendi.

Tuttavia, i risultati mostrano che l'aggiunta dei costi di revisione non influenza l'interazione tra la concentrazione della maggioranza (Ownership concentration) e il livello dei dividendi, di conseguenza si può escludere un effetto segnaleico dei dividendi.

Panel B: Dividends and auditing fees

Independent variable	Coefficient value
Ownership concentration	-0.101 (0.000)
Liquidity	0.303 (0.000)
Profitability	0.518 (0.000)
Growth	-0.107 (0.001)
Risk	-0.057 (0.000)
Size	0.095 (0.000)
Age	0.015 (0.000)
Auditing fee	-0.029 (0.000)
R ²	0.159
n	71,930

Figura 27- Valore dei coefficienti della regressione di base considerando i costi di revisione
 Risorsa ottenuta da: Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017): *Shareholder Conflicts and Dividends*

Il secondo fattore riguarda le necessità di liquidità da parte degli azionisti. Il campione di imprese considerato è composto da società private, di conseguenza i dividendi rappresentano un'importante fonte di liquidità per gli azionisti. Questo perché le società, non essendo quotate, non hanno accesso al mercato ed è complicato per gli azionisti vendere le azioni per ottenere liquidità. Inoltre, maggiore è la concentrazione di una società e più è complicato commerciare azioni. Per questo motivo i dividendi potrebbero dipendere dalla concentrazione della maggioranza non per motivi legati a conflitti d'agenzia, ma per motivi legati a necessità di cassa. Tuttavia, una situazione simile comporterebbe una relazione positiva tra livello dei dividendi e la concentrazione della proprietà, in contrasto con la relazione inversa che si è trovata in precedenza.

Esiste però un'altra concezione che può giustificare una relazione negativa tra necessità di liquidità e concentrazione. Si osserva infatti che il più delle volte l'azionista di maggioranza lavora per la società e riceve quindi un compenso da

questa, mentre l'azionista di minoranza, non sempre lavorando per la società, riceve liquidità solo tramite i dividendi. Questo suggerisce che al diminuire della concentrazione della proprietà, aumenti il numero di azionisti di minoranza i quali, non lavorando per la società, percepiranno un salario basso o nullo e richiederanno quindi maggiori dividendi. Empiricamente gli studiosi trovarono che ben il 45.9% degli azionisti di maggioranza riceveva un salario dalla società. Inoltre, dimostrarono una relazione negativa tra il livello dei salari e la concentrazione della proprietà, ma una relazione positiva con il livello dei dividendi. Il risultato è in contrasto con l'ipotesi iniziale, infatti un livello alto dei salari, in coerenza con quanto dimostrato in precedenza, corrisponde ad una concentrazione bassa (hanno una correlazione negativa) e quindi ad un livello alto dei dividendi. Secondo l'ipotesi iniziale, invece, una concentrazione bassa sarebbe dovuta corrispondere ad un salario basso compensato da un dividendo elevato. Gli studiosi hanno quindi dimostrato che si ha una relazione positiva tra livello dei salari e dividendi, di conseguenza non possono essere considerati sostituti, ma complementi.

Il terzo fattore è quello della causalità inversa. Il significato di questo elemento è che non sia la concentrazione della proprietà a determinare il livello dei dividendi, bensì i dividendi a determinare la struttura della società. Tuttavia, esistono alcune ragioni che spiegano come mai la causalità inversa non sia un fattore determinante. Infatti, si è osservato che durante il periodo in cui si è studiato il campione la struttura delle società non è mai cambiata da un anno all'altro nell'80% dei casi. Inoltre, nello stesso periodo di tempo il payout medio è sceso dal 58% nel 2000-2004 al 20% nel 2006-2013. Di conseguenza, se la causalità inversa fosse un fattore importante, al cambiare del livello dei payout e quindi dei dividendi, si sarebbe dovuto osservare un cambiamento nella struttura delle società, cosa che non è avvenuta. Un altro motivo per cui la causalità inversa non è un elemento significativo è che nel campione utilizzato le

società non hanno un sistema fiscale in cui un effetto clientela potrebbe cambiare l'assetto della proprietà. Infatti, l'aliquota fiscale degli investitori è piatta ed è identica per dividendi e capital gain. Quindi, società con un livello mediocre dei dividendi non finiscono con una bassa concentrazione perché attraggono piccoli investitori appartenenti ad alti scaglioni fiscali.

Il quarto fattore riguarda i vincoli finanziari degli azionisti di maggioranza. Infatti, le proprietà soggette a vincoli finanziari potrebbero essere forzate ad avere una quota minore in società ed inoltre, avere bisogno di alti dividendi. Quindi, la relazione inversa tra concentrazione della proprietà e dividendi potrebbe essere dovuta da una variabile omessa che tenga conto dei vincoli finanziari. La seguente tabella cerca di dimostrare l'effetto dei vincoli finanziari della proprietà introducendo nel modello di regressione base 5 variabili A, B, C, D, E che tengono conto di vari aspetti legati al benessere della famiglia di maggioranza.

Panel A: Correlations

	A: Family wealth	B: Relative family wealth	C: Family liquid assets	D: Family income	E: Number of family investments	F: Number of owners
Ownership concentration	0.091	0.012	-0.002	0.004	-0.020	-0.127
(<i>p</i> -value)	(0.000)	(0.013)	(0.482)	(0.365)	(0.001)	(0.000)
Payout ratio	-0.056	-0.008	-0.011	0.024	-0.052	0.004
(<i>p</i> -value)	(0.000)	(0.074)	(0.017)	(0.000)	(0.000)	(0.248)

Figura 28- Regressione con variabili che tengono conto dei vincoli finanziari della proprietà
 Risorsa ottenuta da: Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017): *Shareholder Conflicts and Dividends*

I risultati mostrano che un minor benessere della famiglia è associato ad un valore inferiore della concentrazione. Inoltre, al diminuire del benessere relativo della proprietà è associata una maggior richiesta di alti dividendi, quindi si ha una relazione negativa tra il livello dei dividendi e il benessere della famiglia. Tuttavia, nonostante si sia introdotta la nuova variabile, rimane comunque la

relazione negativa tra concentrazione della proprietà e livello dei dividendi. Di conseguenza non si può imputare la relazione negativa ad un fattore che tiene conto dei vincoli finanziari e rimane saldo il legame con i conflitti d'agenzia.

In conclusione si è dimostrato che il payout dei dividendi di un'azienda è correlato negativamente con la concentrazione detenuta dall'azionista di maggioranza: il payout è circa il 50% maggiore quando la proprietà detiene una quota di controllo minima (55%) rispetto a quando detiene una quota del 95%. Questo perché con una quota del 55%, l'azionista di maggioranza ha più interesse ad espropriare la minoranza, rispetto a quando detiene una quota del 95% che gli consentirebbe di espropriare solo al restante 5%. Questa scoperta è inconsistente con il modello opportunistico. Conferma, invece, che la proprietà, per evitare di intimorire la minoranza, paghi alti dividendi per mitigare possibili conflitti d'agenzia. Nello specifico, l'azionista di maggioranza paga alti dividendi per costruire una buona reputazione e fiducia ed in questo modo è in grado di attrarre maggiori investimenti da parte dei piccoli azionisti. Quindi, l'interesse della proprietà è quello di astenersi volontariamente da un comportamento opportunistico ed essere maggiormente "amichevoli" verso le minoranze. Altro dato importante è che degli studi hanno dimostrato che gli azionisti si comportano in modo opportunistico in base al sistema legale. In contrasto, le evidenze di questo studio suggeriscono che l'incentivo dato dalla reputazione è complementare, anziché sostituto, con il sistema legale. Infatti, anche in sistemi legali che tutelano molto gli azionisti, la proprietà decide comunque di emettere dividendi per mantenere una buona reputazione. Indipendentemente dal sistema legale, gli azionisti comparano sempre le società tra loro ed è quindi importante che ogni proprietario faccia il possibile per ridurre possibili conflitti d'agenzia. Diminuire i conflitti d'agenzia tramite meccanismi di mercato rispetto ad utilizzare sistemi legali è un fattore importante e spiega in parte come vengano prese le decisioni relative ai dividendi.

Analisi su come la politica dei dividendi possa disciplinare il conflitto di interessi tra azionista di maggioranza e minoranza nelle società italiane

2. Parte 2- Studio empirico su un campione di imprese italiane quotate

Dopo aver dato una visione generale del meccanismo di funzionamento dei dividendi e introdotto i principali studi in merito all'utilizzo dei payout per mitigare il comportamento opportunistico della maggioranza ai danni della minoranza, in questa seconda parte si applicheranno i modelli e le teorie precedentemente viste ad un campione reale di società italiane quotate. L'obiettivo è quello di dimostrare se in Italia prevalga un modello opportunistico o un modello di riduzione dei conflitti (conflict-reducing model), quindi se i dividendi abbiano o meno influenza sulla governance di una società. Per raggiungere l'obiettivo il modello preso come riferimento è quello di di Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017):

$$Div_{it} = \alpha + \beta_1 Con_{it} + \beta_2 Liq_{it} + \beta_3 Pro_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Risk_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \varphi_{it}$$

Dove la variabile Div è la variabile dipendente e rappresenta un indice che consente di aprire l'entità dei dividendi. La variabile Con è la variabile indipendente e rappresenta la concentrazione proprietaria, ovvero la quota detenuta dall'azionista di maggioranza, mentre le altre variabili sono di controllo. Il modello verrà descritto dettagliatamente in seguito.

Prima di procedere con lo studio statistico del campione è però importante fare una descrizione del contesto istituzionale del campione, in modo da capire meglio quale sia la situazione delle imprese italiane, quali siano le principali leggi che disciplinano il loro comportamento ed in generale quale sia la struttura proprietaria maggiormente adottata in Italia.

2.1 Contesto istituzionale del campione

A confronto con le nazioni maggiormente industrializzate, la struttura dell'industria Italiana è caratterizzata da un gran numero di piccole e medie imprese. Fino alla fine degli anni '90 piccole e medie imprese erano in grado di competere con successo sul mercato delle importazioni, senza patire la loro piccola scala. Tuttavia, a partire dagli anni 2000 con l'ingresso nell'Unione Europea, la crescita e la produttività delle imprese italiane è rallentata. Alcuni studiosi hanno ipotizzato che sia dovuta ad un inviluppo del mercato finanziario italiano e ad una scarsa protezione dell'investitore.

Una seconda importante caratteristica dell'industria italiana è la presenza di gruppi piramidali tra le aziende quotate e non. Questi gruppi sono generalmente gestiti da una società capo che detiene una quota di equity delle società sottostanti ed è governata il più delle volte da famiglie.

L'Italia ha molte caratteristiche consistenti con il sistema bancocentrico, infatti le imprese si appoggiano molto al sistema bancario e raramente utilizzano l'emissione di azioni o obbligazioni per finanziarsi. Di conseguenza, il debito bancario è la risorsa più importante da cui attingono le società italiane. Il mercato finanziario è usato da un numero ristretto di aziende, persino grandi società come Ferrero, Barilla, Esselunga non sono quotate. Tuttavia, nel tempo il mercato finanziario ha visto una crescita: nel 1991 erano quotate 227 aziende per una capitalizzazione di mercato di 115 miliardi di Euro, mentre nel 2017 le società quotate erano 231 per una capitalizzazione di 634 miliardi di Euro. Si osserva quindi un incremento della capitalizzazione di mercato, ma un piccolo aumento del numero di società quotate.

Negli ultimi 100 anni la struttura legale ed istituzionale italiana ha visto molti cambiamenti. Partendo dal mercato finanziario, (Borsa di scambio di Milano),

questo è stato fondato nel 1808 sotto un regime pubblico. È solo alla fine del secolo che lo sviluppo tecnologico ha obbligato le imprese a quotarsi e si è passati da 23 società nel 1895 a 160 nel 1913. Durante la seconda guerra mondiale si sono quotate le principali holding finanziarie, predecessori dei principali gruppi piramidali. Durante il 1970 il mercato ha perso la sua funzione a causa del maggior rendimento garantito dai titoli di stato italiani. Il mercato veniva quindi usato esclusivamente per trasferimento di pacchetti di maggioranza o per speculare. Nel 1974 viene fondata la Consob con l'obiettivo di controllare e regolare i mercati finanziari. Nel 1990 il mercato azionario ricevette un'iniezione di liquidità grazie alla privatizzazione di grandi società italiane come Ina e Eni e alcune delle principali banche italiane. Nel 2007 la borsa italiana è stata acquisita dalla borsa di Londra. Purtroppo, il 2007 è stato anche l'anno di inizio della crisi finanziaria e in seguito economica sfociata nel 2008 e che ha portato ad una drastica diminuzione di imprese quotate passando da 301 a 242.

Un punto di svolta per lo sviluppo del mercato finanziario in Italia è stato il "Testo Unico della Finanza" nel 1998 che introdusse importanti cambiamenti riguardo alla corporate governance, supervisione del mercato, regolazione delle offerte di acquisizione e brokeraggio. Il cambiamento più importante è stato quello della privatizzazione del mercato regolamentato che ha dato un accesso diretto alle azioni da parte delle banche e gli investitori individuali. Vi furono anche cambiamenti riguardo al ruolo e obblighi del consiglio d'amministrazione, modifiche alle procedure operative delle riunioni permettendo anche il voto via email e introducendo la possibilità di azioni legali nei confronti degli amministratori. Nonostante tutto, vi furono negli anni successivi alcuni scandali come quello Parmalat e Cirio. Inoltre, nel 1999 venne introdotto un codice di buona condotta con l'obiettivo di governare i conflitti d'interesse tra gli investitori e disciplinare gli amministratori delle società. Il documento non era

obbligatorio e ogni società poteva decidere di applicarlo o meno. Ovviamente, una sua adozione veniva ben vista dal mercato.

Per quanto riguarda la struttura di controllo delle **società italiane non quotate** si osserva, nella seguente tabella, che la partecipazione media dell'azionista di maggioranza è pari al 66% sia nel 1993 che nel 2016. Questo dato conferma l'elevata concentrazione dell'azionariato tipico della corporate governance italiana. La partecipazione aggregata del secondo e terzo azionista è pari al 27% nel 1993 e del 25% nel 2016, mentre il resto delle azioni è nelle mani dell'azionariato diffuso. Si può quindi concludere che il numero medio di azionisti con una partecipazione rilevante è pari a 3.

Table 2: Ownership concentration of Italian non-listed companies in 1993, 2005 and 2016

	1993	2005	2016
Largest Shareholder (average)	66.0	66.9	66.0
2 nd and 3 rd largest shareholders	27.0	25.0	25.0

*Figura 29- Concentrazione delle imprese Italiane non quotate
Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2023)*

La seguente tabella mostra invece quali erano i maggiori proprietari a capo delle imprese italiane nel 1993-2005-2016. Si osserva che nel 1993 e 2005 circa la metà delle imprese abbia a capo un individuo. I secondi maggior azionisti sono le holding con il 20,8% nel 1993 e 24,6% nel 2005, seguite da società private non finanziarie che sono azioniste di maggioranza nel 13,6% dei casi nel 1993 e 9% nel 2005. Gli individui tipicamente sono proprietari di piccole imprese, mentre le holding rappresentano il livello più alto della piramide di controllo delle imprese più grandi. I dati della tabella suggeriscono quindi che la maggioranza delle società non quotate sia nelle mani di individui o gruppi familiari.

La differenza principale tra il 1993 ed il 2005 è il cambiamento di proprietà nelle mani dello stato, passato dal 6,9% al 0,7% e l'aumento delle proprietà da parte di società estere, in aumento da 7,8% a 12,4%; Questo come risultato delle privatizzazioni avvenute negli anni 90'. La classificazione degli agenti di controllo fatta da Infocamere nel 2016 rivela una situazione cambiata rispetto agli anni precedenti. Si nota che il gruppo predominante di controllo sono le famiglie con il 36%, seguite dalle holding non finanziarie al 34%. La recente classificazione ha introdotto la categoria delle coalizioni che include società nelle quali la maggioranza o l'azionista di controllo non può essere identificato. Quest'ultima categoria controlla il 20% delle società italiane.

Table 3: Type of ownership in non-listed companies in 1993, 2005 and 2016

	1993	2005	2016	
Individual	50.9	51.0	Family	36
Holding	20.8	24.6	Coalition	20
Private non-financial	13.6	9.0	Private non-financial	34
State	6.9	0.7	State	3
Foreign company	7.8	12.3		
Bank and other financial	0	2.01	Bank and other financial	7

*Figura 30- Tipologia di azionisti a capo delle società non quotate italiane
Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2023)*

È importante far presente che spesso in ogni paese esistono dei meccanismi che consentono il mantenimento e la tutela della quota di maggioranza. Per esempio nelle società in cui non c'è un unico azionista di maggioranza si possono utilizzare degli accordi di voto tra azionisti che permettono di generare una maggioranza di gruppo, oppure esistono clausole che limitano la circolazione delle azioni. Per quanto riguarda i gruppi societari, la situazione è diversa. Infatti, il gruppo societario, anziché essere utilizzato come strumento per rinforzare il controllo, viene spesso utilizzato per evitare restrizioni sui diritti lavorativi o per eludere la tassazione.

Di seguito parleremo invece della struttura proprietaria delle **società quotate**. La seguente figura mostra la suddivisione della proprietà tra azionista di maggioranza, azionisti rilevanti (con una quota minima del 2%) e le azioni residue scambiate sul mercato.

Figure 1: Ownership concentration of Italian listed companies in 1994-2017.

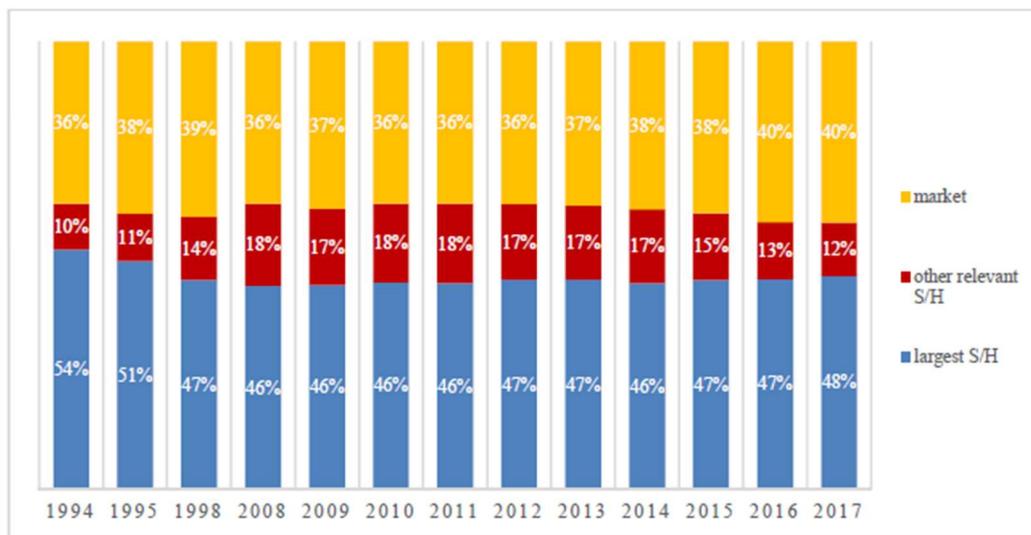


Figura 31- Concentrazione della proprietà in società italiane quotate
 Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2023)

Si osserva che la quota media di maggioranza è rimasta pressoché invariata, mentre il mercato ha visto invece un aumento dal 36% del 1994 al 40% del 2017. Infine, la quota detenuta da altri azionisti rilevanti è aumentata raggiungendo il picco al 18% nel 2011 per poi abbassarsi al 12% nel 2017. La costanza nella quota di maggioranza riflette un fattore culturale italiano e mostra la riluttanza nel cedere la quota di controllo ad altri azionisti. Questa situazione è sostenuta dal fatto che il numero di IPO è ridotto ed anche nel caso in cui vengano svolte, la maggioranza della società rimane comunque sempre nelle mani del proprietario. Inoltre, i tentativi di takeover sono molto scarsi, dunque le società quotate non osservano mai una diluizione delle azioni.

La seguente tabella mostra la distribuzione delle società quotate italiane in base al modello di controllo dal 1996 al 2017. La Consob ha classificato i seguenti modelli di controllo:

1. Società maggiormente controllate (Majority controlled).
2. Società scarsamente controllate (Weakly controlled): per esempio tramite un blocco minoritario di controllo.
3. Controllo mediante un contratto tra azionisti, per esempio tramite una coalizione.
4. Società non controllate.

	Majority controlled		Weakly controlled		Controlled through a shareholder agreement		Non-controlled companies		Total	
	N.	% cap	N	% cap	N	% cap	N	% cap	N	% cap
1996	130	66.8	26	12.2	26	4.8	26	16.2	208	100
1998	122	31.2	33	21.8	28	8.3	33	39	216	100
2005	124	22.8	28	30.6	24	16.5	44	30.1	220	100
2010	128	20.6	53	43.0	51	12.4	38	24	270	100
2015	115	28.1	52	34.8	30	6.0	37	31.1	234	100
2016	116	27.2	53	43.6	29	6.5	32	22.6	230	100
2017	120	29.8	57	39.8	22	5.3	32	25.1	231	100

Figura 32- Suddivisione delle società italiane in base al modello di controllo
Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2023)

Tutti i dati percentuali sono pesati in base alla capitalizzazione di mercato. Si nota come il numero di società maggiormente controllate sia rimasto pressoché invariato, ma la quota di partecipazione pesata per la capitalizzazione di mercato si è dimezzata tra il 1996 e il 2017. Per quanto riguarda le società scarsamente controllate si osserva un loro aumento in numero, passando da 26 nel 1996 a 57 nel 2017, e un aumento della loro capitalizzazione di mercato, crescendo da 12,2% a 39,8%. Le società controllate tramite contratti da azionisti hanno visto un aumento fino al 2010 per poi diminuire nel 2017 tornando ai livelli registrati nel 1996. Le società non controllate da una maggioranza sono invece aumentate passando da 26 a 32 ed è cresciuta anche la loro capitalizzazione di mercato.

La seguente tabella mostra il tipo di controllo nelle società quotate tra il 1996 ed il 2002. È possibile notare il ruolo dominante delle società controllate da famiglie, identificate dalla colonna "Individual". Altro fattore importante è la rilevanza della categoria "Other company" che tiene conto di tutte quelle società affiliate ad un gruppo familiare o una holding o coalizione. Lo stato ha diminuito nel tempo la sua partecipazione nelle società e le istituzioni finanziarie (banche) hanno visto un lieve declino. Infine, la categoria UCA comprende le società senza un azionista di maggioranza ed hanno mantenuto una quota costante.

	Individual		Other company		Financial		State		Foreign		No UCA		Total	
	N.	%	N.	%	N.	%	N.	%	N.	%	N.	%	N.	%
1996	45	21.63	54	25.96	19	9.13	21	10.10	17	8.17	52	25.00	208	100
2000	53	22.36	53	22.36	22	9.28	16	6.75	31	13.08	62	26.16	237	100
2002	64	27.71	49	21.21	18	7.79	18	7.79	24	10.39	58	25.11	231	100

Figura 33- Tipi di controllo nelle società quotate dal 1996 e il 2002
 Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2023)

La seguente figura mostra gli stessi dati della tabella precedente, ma per gli anni 2012-2017 in cui la Consob ha utilizzato una classificazione diversa.

I dati suggeriscono che le famiglie sono rimaste il modello di controllo prevalente. Lo stato ha leggermente aumentato la sua quota di partecipazione, mentre la categoria no UCA (No Ultimate Controlling Agents) rimane importante in coerenza con i risultati della figura 34. Rimane comunque evidente il sempre basso numero di società quotate, segno di una riluttanza a diventare pubbliche.

	Family		State		Financial		Mixed		No UCA		Total	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
2012	152	60.6	22	8.8	9	3.6	20	8.0	48	19	251	100
2015	143	61.1	19	8.1	10	4.3	14	6.0	48	20.5	234	100
2017	145	62.8	23	10.0	14	6.1	7	3.0	42	18.1	231	100

Figura 34- Tipi di controllo nelle società quotate italiane dal 2012 al 2017
 Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2023)

Come accennato in precedenza, durante gli anni 90' vi furono numerosi cambiamenti e riforme del sistema economico italiano, volte ad ingrandire il mercato delle imprese e migliorare la protezione degli investitori. L'obiettivo principale delle riforme era di ridurre le opportunità per un conflitto d'interessi, ridurre l'uso di meccanismi di incremento del controllo (sistemi piramidali) e far diventare il mercato dei capitali italiano maggiormente attraente per gli investitori internazionali.

Un ruolo importante per il monitoraggio è attribuito agli investitori istituzionali, ovvero fondi d'investimento, banche e assicurazioni con una quota di partecipazione minore al 10%. Durante il periodo del 2010-2017 hanno investito tra il 7,7% e 8,5% in 60-75 società, appena il 30% delle società italiane quotate, dato non molto confortante visto il ruolo centrale per il monitoraggio. La composizione degli investitori è cambiata nel corso degli anni, infatti il numero di investitori istituzionali esteri è aumentato, mentre quelli italiani sono diminuiti. Inoltre, quelli italiani tendono ad investire maggiormente in piccole società del settore industriale, mentre i fondi esteri tendono ad investire maggiormente in società finanziarie e grandi aziende. Infine, tra i maggiori investitori esteri vi sono assets manager company, ma stanno prendendo sempre più importanza i fondi di private equity e venture capital.

Uno degli effetti delle riforme normative ambiva ad incrementare la protezione degli azionisti di minoranza e questo portò, in seguito, ad un declino dell'importanza dei gruppi piramidali. Nel 2018 la Consob riportò che la percentuale di aziende appartenenti a gruppi era diminuita dal 44% del 1998 al 18,6% nel 2017. Inoltre, nel 1998 le aziende appartenenti a gruppi erano molto grandi e quindi rappresentavano il 75% della capitalizzazione di mercato, mentre nel 2017 il 36,9%.

Un altro cambiamento fu l'introduzione di azioni con voti multipli. Fino al 2014 le azioni davano diritto ad un unico voto oppure non davano alcun diritto. Tuttavia, le azioni senza voto non sono mai state ben viste, perché venivano

percepito come un possibile strumento utilizzato per espropriare gli azionisti di maggioranza. Nel 2014, il governo italiano introdusse le azioni a voto multiplo con l'obiettivo di incentivare la quotazione sul mercato delle imprese e allo stesso tempo assicurare i proprietari senza farli temere di perdere la proprietà dopo la IPO. Con le azioni a voto multiplo ogni azione poteva dare diritto ad un massimo di 3 voti, mentre le azioni di lealtà consentivano di avere due voti a tutti quegli azionisti che le detenevano per almeno 2 anni. Tali strumenti, al momento, non hanno risolto la situazione ed hanno fallito il loro intento di rendere il mercato maggiormente liquido. Infatti, sono stati scarsamente utilizzati.

Le imprese a conduzione familiare sono molto presenti anche in altre economie industrializzate, ma in Italia sono ampiamente presenti anche nel mercato pubblico dell'equity e questa dominanza è perdurata nel tempo. Le seguenti percentuali sono relative ad un campione di 155 società quotate tra il 2000 e il 2017. Nel 2000 le società familiari quotate rappresentavano circa il 75%, nel 2010 e nel 2017 il 68% circa.

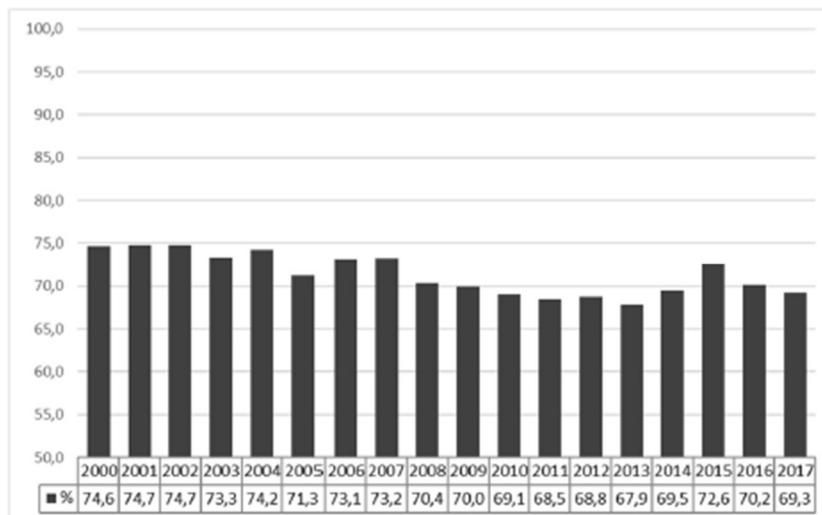


Figura 35- Percentuale di società familiari
 Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2023)

La seguente tabella mostra l'evoluzione della quota media di partecipazione nelle società a conduzione familiare e non. Tra le società familiari si osserva che la quota media di partecipazione non è mai al di sotto del 60%, mentre le società non a conduzione familiare avevano una quota di maggioranza del 30% che rappresenta comunque una quota mediamente alta.

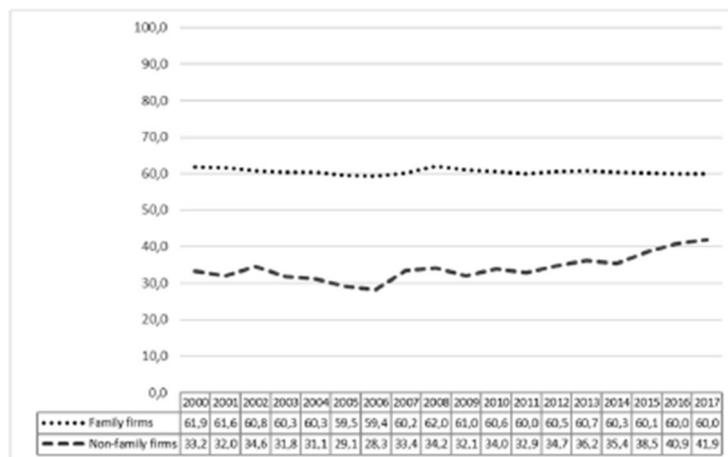


Figura 36- Quota media di maggioranza in società familiari e non
 Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2023)

Inoltre, come descritto nelle pagine in precedenza, il ruolo dell'investitore istituzionale è molto importante perché il più delle volte rappresenta il secondo maggior azionista ed è suo compito far valere il suo potere e farsi rispettare dalla proprietà. Tuttavia, la frazione di investimenti da parte di investitori istituzionali è diminuita nel tempo e questo implica che lo stato abbia preferito concentrare gli investimenti in poche aziende.

L'adozione di strumenti che consentono di rinforzare la separazione tra proprietà e controllo è cambiato durante gli ultimi 20 anni. Nelle imprese familiari la frazione di società con azioni dual-class è diminuita da 40,4% nel 2000 a 19,4% nel 2017, mentre la percentuale che usa accordi tra azionisti è sceso da 20,9% a 16,4%. Un altro dato importante è la presenza dell'azionista di maggioranza o di suoi parenti a guida della società. Nella seguente tabella si osserva come la percentuale di società sia diminuita passando dal 70% del 2002 al 52,5% del 2017. In realtà il numero di aziende amministrare da un componente della famiglia non è cambiato nel tempo, ma sono aumentate le nuove società nel mercato che hanno

optato per un manager esterno. Tuttavia, le percentuali restano elevate ed è quindi sintomo di elevata centralizzazione del potere decisionale.

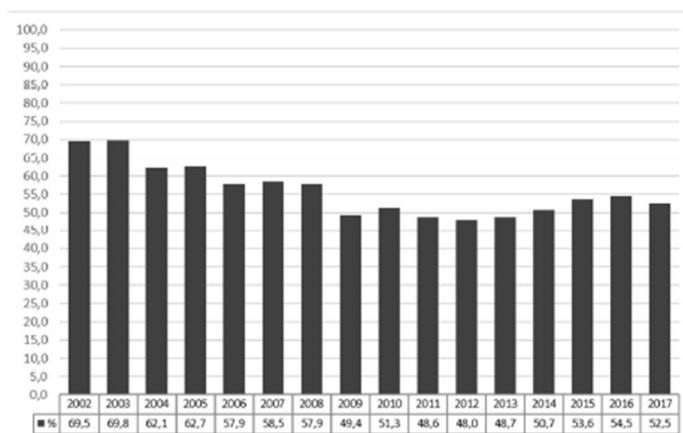


Figura 37- Percentuale di società con a capo un componente della famiglia
Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2023)

È possibile concludere che negli ultimi decenni le strutture di controllo delle società italiane sono scarsamente cambiate. L'economia italiana è, e rimane, caratterizzata da una predominanza dell'attività manifatturiera, piccole e media imprese che si appoggiano per lo più al sistema bancario per gli investimenti e sono molto riluttanti a quotarsi in borsa. Di conseguenza, non sorprendentemente, la quota dell'azionista di maggioranza rimane elevata sopra il 50-60% anche in società quotate, nonostante siano state introdotte riforme con l'obiettivo di agevolare la quotazione. Inoltre, ad inizio degli anni 90' il mercato italiano era ben conosciuto per la presenza di vasti gruppi piramidali. Nel tempo, grazie alla pressione esercitata dalla Consob, le regole più stringenti e l'avversione da parte di investitori istituzionali, diminuirono le catene di controllo.

Un altro studio ("*Ownership and performance in the Italian stock exchange: the puzzle of family firms*"), condotto da Abrardi L. e Rondi L., ricerca quale sia la relazione tra imprese quotate a conduzione familiare e performance. Nell'articolo viene descritto il campione di società e di come sia evoluto nel tempo.

Nella figura (a) è possibile osservare come la percentuale di società famigliari sia leggermente diminuita dal 2000 al 2017. Questo è dovuto principalmente al fatto che il numero di imprese private aumenta più velocemente del numero di imprese famigliari. Il grafico (b) rappresenta la percentuale di società famigliari aventi come CEO un membro della famiglia. Si osserva un trend decrescente passando da oltre 70% a 52%. Tuttavia, il trend di decrescita è dovuto per lo più ad un aumento delle società con un CEO esterno e non ad una diminuzione delle società con CEO appartenente alla famiglia, come si osserva nel grafico (c). Infine, il grafico (d) mostra che la quota di maggioranza detenute dalle famiglie si aggira intorno al 50%, valore molto elevato. Lo stato, invece, ha diminuito nel tempo la sua partecipazione merito anche del processo di privatizzazione che è ancora in atto.

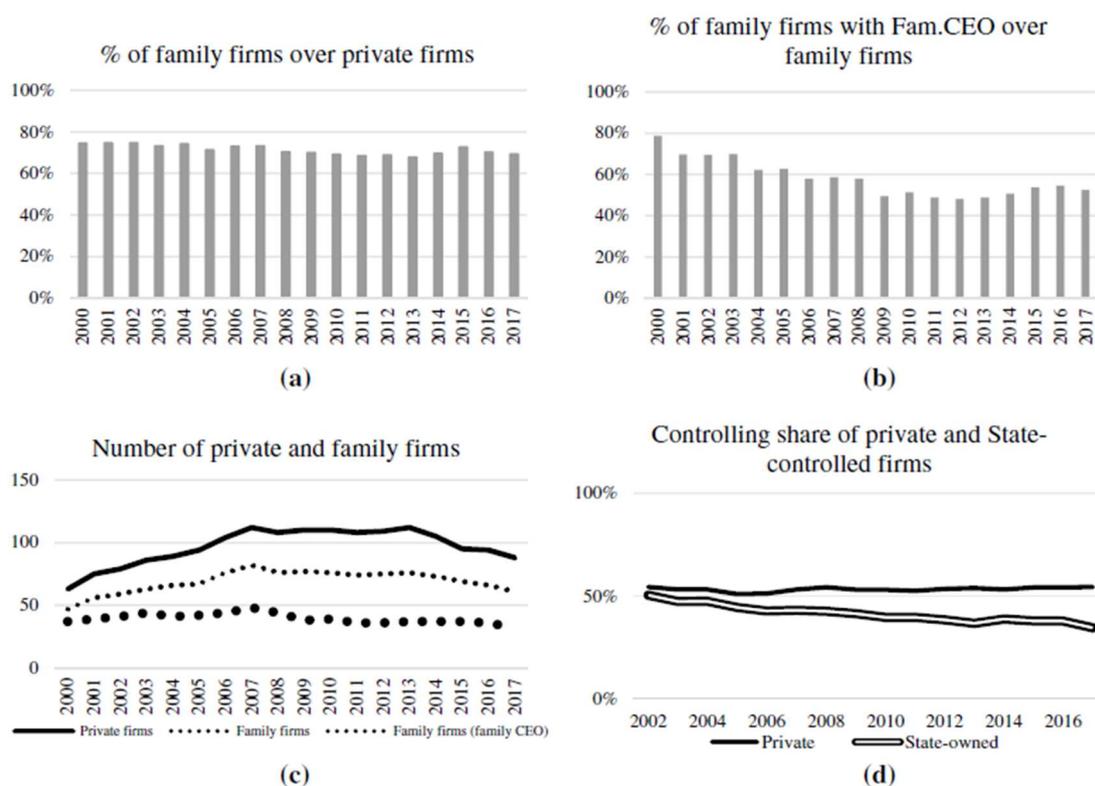


Figura 38- Istogrammi riassuntivi la suddivisione di imprese tra famigliari e non
 Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2020)

I seguenti due grafici mostrano la percentuale di società in cui ha investito almeno un investitore istituzionale (f). Si osserva un trend in diminuzione, ma un incremento degli investimenti (g). Il grafico (g) mostra infatti che le azioni

acquistate da un investitore istituzionale sono aumentate rispetto al 2000. Di conseguenza, gli investitori istituzionali investono in meno società rispetto al passato, ma il numero di azioni che acquistano e quindi il loro investimento è maggiore.

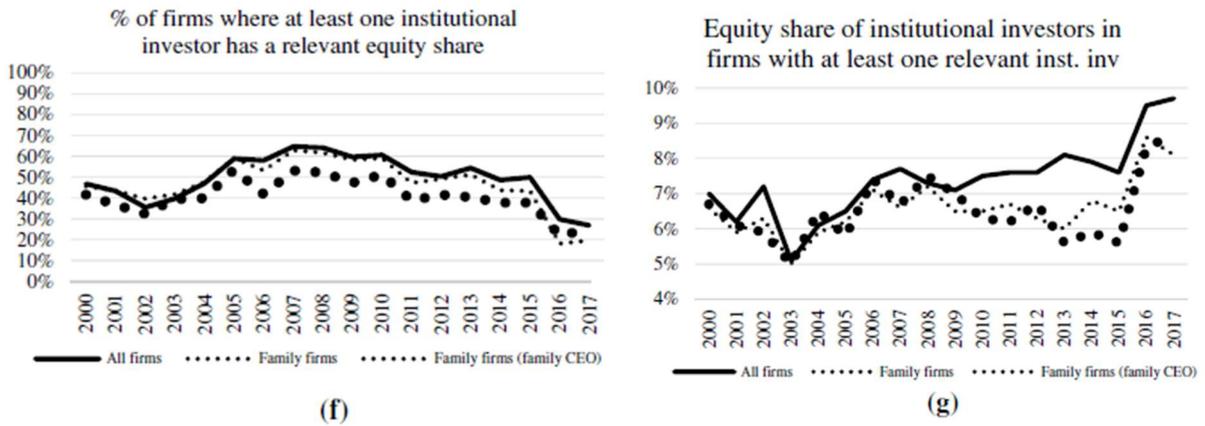
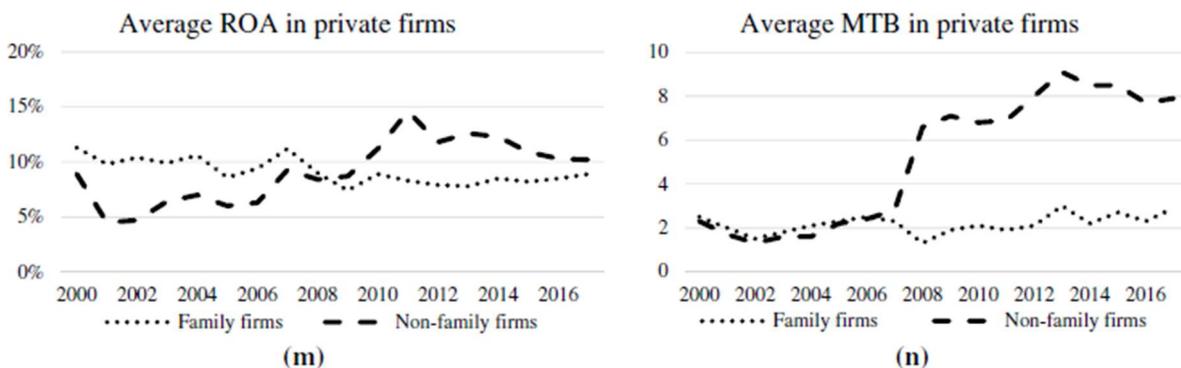


Figura 39- Grafici riassuntivi il contributo di investitori istituzionali
 Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2020)

Per quanto riguarda le performance si può osservare nei seguenti grafici che in termini di ROA le società famigliari hanno performato meglio fino al 2008 (grafico (m)). Invece, in seguito alla crisi le società non famigliari sono state migliori e hanno quindi dimostrato di saper gestire meglio situazioni di crisi dovute a shock esogeni. Le società famigliari mostrano una minor volatilità del ROA che oscilla tra l'8 e il 12%, mentre il ROA delle società non famigliari oscilla tra il 4 ed il 14%. Lo stesso risultato si può osservare con il market to book value (MTB). Per quanto riguarda i dividendi, si osserva invece che le società famigliari emettono dividendi maggiori ed hanno una maggior volatilità rispetto a quelle non famigliari (grafico (q)).



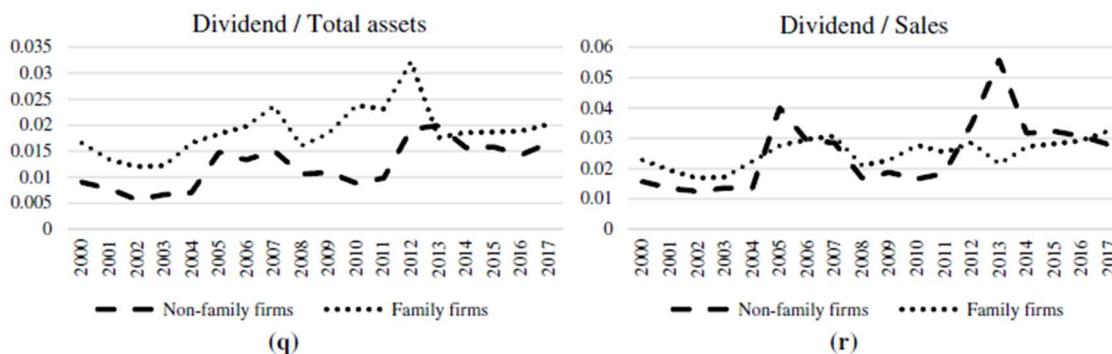


Figura 40- Misure di performance delle società famigliari e non
 Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2020)

In seguito, si fecero delle regressioni riguardanti la profittabilità (ROA) e il valore della società (MTB) andando a considerare la variabile “family”. Tale variabile è una dummy con valore 1 quando la società è controllata almeno al 50% da un individuo appartenente alla famiglia. Per quanto riguarda il ROA, si osservò che la relazione tra imprese famigliari e profittabilità era positiva e significativa.

ROA	All firms				Private firms	
	Pooled	Industry FE	Industry FE	Firm FE	Industry FE	Firm FE
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
family	0.0174** (0.00846)	0.0150 ^a (0.00980)	0.0207* (0.0113)	- 0.00872 (0.0154)	0.0202 ^b (0.0136)	- 0.0112 (0.0155)
ctrsh_ln	-	-	- 0.00525 (0.00369)	- 0.00160 (0.00479)	- 0.00375 (0.00415)	0.000471 (0.00519)

Figura 41- Regressione sulla performance aziendale (ROA)
 Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2020)

La regressione fatta osservando il market to book value ha dato come risultato un coefficiente positivo, ma mai significativo.

	All firms					Private firms	
	Pooled	Industry FE	Industry FE	Industry FE	Firm FE	Industry FE	Firm FE
	(1)	(2)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
family	0.157 (0.133)	0.157 (0.132)	0.157 (0.132)	0.157 (0.142)	0.0813 (0.0780)	0.215 (0.146)	0.118 (0.117)
ctrsh_ln	-	-	-	- 0.000161 (0.0568)	- 0.0979** (0.0467)	0.00435 (0.0602)	- 0.0714 ^a (0.0458)

Figura 42- Regressione su valore della società (MTB)
 Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2020)

In seguito sono stati testati i risultati tenendo conto di errori di self selection e causalità inversa. In statistica, il bias di autoselezione si verifica in qualsiasi

situazione in cui gli individui si selezionano in un gruppo, causando un campione distorto. È comunemente usato per descrivere situazioni in cui le caratteristiche che inducono le persone a selezionarsi nel gruppo creano condizioni anormali o indesiderabili. Nel caso esaminato il bias di autoselezione è causato dalla variabile dummy family che ha valore pari a uno quando la concentrazione è superiore al 50 per cento e 0 altrimenti. Tale variabile ha effetto sia sulla performance di una società (ROA) e quindi sul suo valore, ma influisce anche sulle decisioni di una società e per questo motivo causa errori di autoselezione e causalità inversa. Per risolvere il problema è stato usato un modello probit in grado di stimare la propensione delle società ad essere di proprietà familiare. Usando i risultati del modello si è in grado di correggere l'effetto della concentrazione familiare sulla performance e valore.

	(1) All family	(2) ROA	(3) Private family	(4) ROA	(5) All family	(6) MTB	(7) Private family	(8) MTB
family		0.0432* (0.0225)		0.0358* (0.0211)		0.1755 (0.1861)		- 0.8649*** (0.2777)
					3.115***	0.0580	1.671*	1.478***

Figura 43- Correzione data da errori di self selection e causalità inversa sulle variabili ROA e MTB
 Risorsa ottenuta da: Abrardi e Rondi (2020)

Per quanto riguarda l'effetto delle proprietà familiare sulla profittabilità di una società, si è trovato un impatto positivo e statisticamente significativo, sia nel campione completo che nel sotto campione di imprese private. Il "family premium" varia tra 0,0358 e 0,0432. Tuttavia, quando passiamo alle ultime quattro colonne, dove si testa l'effetto sul valore dell'impresa, si osserva un risultato positivo ma insignificante del coefficiente "family" per il campione completo, mentre un coefficiente negativo (-0,86) e significativo quando ci si concentra sull'impresa privata. Questo risultato indica che le imprese familiari sono gestite meglio ed infatti hanno una maggior redditività, ma falliscono nel portare extra valore sul mercato (MTB non significativo).

Inoltre, il fatto che il mercato sconti solo le società private può essere spiegato dalle basse aspettative di crescita attese delle imprese familiari private che,

volendo mantenere uno stretto controllo, sono riluttanti a diluire la quota di partecipazione e ottenere liquidità via equity.

2.2 Descrizione del data set

Il database di aziende è stato fornito dalla professoressa Laura Rondi. Presenta un totale di 145 aziende quotate in Italia su un periodo temporale che oscilla tra il 2000 e il 2021 per un totale di oltre duemila dati per ciascuna variabile. Tuttavia, non sempre è stato possibile ottenere la serie completa di dati perché non forniti dalle fonti utilizzate. Per poter implementare il modello di Berzins è stato necessario integrare alcuni dati, presi principalmente dal sito della Consob e da Eikon Refinitiv. Nel dettaglio sono stati aggiunti:

1. Dati dei DPS (Dividend per share).
2. Dati degli EPS (Earning per share).
3. Dati dei riacquisti di azioni.
4. Dati sul Quick ratio.
5. Dati sul numero medio di azioni delle società.
6. Dati sulle vendite.
7. Dati sull'età delle società.
8. Integrazione di dati mancanti sulla concentrazione della proprietà.
9. Integrazione di dati mancanti sulla capitalizzazione di mercato.
10. Integrazione di dati mancanti sul ROA.

Grazie ai dati preesistenti e quelli aggiunti è stato possibile ricavare tutte le variabili utilizzate nel modello di Berzins.

Le società all'interno del database sono state scelte casualmente, infatti è possibile trovare aziende operanti nel settore chimico, alimentare, energetico, elettronico, tessile, meccanico, stampa, costruzioni, trasporti ecc. Inoltre, anche i proprietari hanno caratteristiche diverse. Nella maggior parte dei casi, la proprietà è familiare e la maggioranza è detenuta da uno o più membri della famiglia, ma vi sono anche società in mano allo stato o a holding finanziarie in cui hanno investito anche agenti esteri.

Inoltre, i dati in questione sono dati di tipo panel. Permettono quindi di trarre informazioni da dataset composti da informazioni su più soggetti e per più periodi temporali, generalmente mesi o anni. Nei successivi capitoli, quando verrà effettuata la regressione sui dati, si è deciso di impostare come modello di analisi quello ad effetti fissi (fixed effect). Sono infatti due i modelli che possono essere adottati per analizzare i dati: quello ad effetti fissi e quello ad effetti variabili. Il modello ad effetti fissi ha la capacità di analizzare i dati mantenendo costanti i periodi temporali ed i soggetti, cattura quindi la variabilità tra soggetti. Al contrario, il modello ad effetti casuali cattura la variabilità tra periodi e soggetti.

2.3 Descrizione del modello

Nelle società in mano ad una cerchia ristretta di individui potrebbero manifestarsi dei comportamenti opportunistici da parte degli azionisti di maggioranza. Questi ultimi potrebbero espropriare benessere dalle mani dei piccoli shareholder. Si innesca quindi un meccanismo secondo cui i piccoli investitori sono “intimoriti” dall’eventuale verificarsi di una situazione simile e non sono ben disposti ad investire in società con un’alta maggioranza. Dall’altra parte, le società trasparenti hanno interesse ad attirare sempre nuovi investitori e per far capire le loro buone intenzioni possono decidere di aumentare i dividendi in modo da remunerare ogni azionista in proporzione alla quota che detiene e allo stesso tempo lasciare meno cassa nelle mani della maggioranza e limitare quindi la possibilità di fare investimenti in progetti a NPV negativo che arricchiscono solamente i pochi.

Un modello che può quindi essere utilizzato per identificare questa relazione tra concentrazione e livello dei dividendi è il modello di Janis Berzins, Øyvind Bøhren, and Bogdan Stacescu (2017):

$$Div_{it} = \alpha + \beta_1 Con_{it} + \beta_2 Liq_{it} + \beta_3 Pro_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Risk_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Age_{it} + \varphi_{it}$$

Di seguito verranno descritte le variabili utilizzate. Alcune di queste sono leggermente diverse da quelle definite nel modello di riferimento.

Div: tale variabile viene definita come il rapporto tra dividendi e una grandezza a denominatore che ci consente di capire l’entità del dividendo. Si è optato per l’utilizzo di 3 diversi indici.

Dividend Ratios

1. DPS/EPS (Dividend per share/earning per share)
2. Dividends/Total Assets
3. Dividends/Market Cap

Il primo ratio è quello tradizionale che esprime l'ammontare dei dividendi in proporzione ai guadagni. Sia denominatore che numeratore sono stati estratti dai dati dell'income statement fornito da Eikon Refinitiv. Gli EPS rappresentano gli utili disponibili esclusi gli introiti straordinari divisi per la media pesata del numero di azioni. I DPS sono i dividendi per azione pagati agli azionisti ordinari. Per ovviare al problema degli utili nulli o negativi si sono tagliate le code della distribuzione in modo da eliminare gli outliers che porterebbero ad una distorsione della retta di regressione.

Una volta inseriti i valori dei DPS è stato possibile ricavare il livello dei dividendi moltiplicando i DPS per il numero di azioni medio pesato. Così facendo è stato possibile calcolare anche gli altri ratios.

Il secondo ratio è un modo differente di calcolare il livello dei payout, si dividono i dividendi per il valore totale degli assets. La letteratura lo utilizza perché gli assets sono meno soggetti a manipolazioni del bilancio.

Il terzo ratio si calcola andando a dividere i dividendi per la capitalizzazione di mercato. L'indice viene utilizzato per evitare la problematica degli utili pari a zero o negativi.

Gli indicatori descritti fino ad ora tengono conto esclusivamente dei dividendi. Tuttavia, in questo studio si è voluto tener conto anche dei riacquisti di azioni. Nella prima parte si è infatti sottolineato la loro sempre più grande importanza ed il crescente utilizzo che ne stanno facendo le imprese. Proprio per questo motivo, le regressioni sono state fatte anche su indici che tenessero conto dei riacquisti. Si è quindi calcolata una variabile chiamata DividendRev che tiene conto sia dei dividendi che dei riacquisti. In seguito dividendo la variabile per gli utili o i TotalAssets o la capitalizzazione di mercato è stato possibile ricavare gli indici descritti in precedenza.

Con: è la concentrazione proprietaria (variabile indipendente). Rappresenta la frazione di equity detenuta dall'azionista di maggioranza, nonché proprietario della società. Nel modello di Berzins la variabile Con è stata definita in 3 modi differenti:

1. Famiglia estesa, include individui legati da relazione di sangue fino al quarto grado di parentela.
2. Nucleo familiare, include i genitori e i figli.
3. Singolo azionista di maggioranza.

Nel nostro caso, si è adottata la seconda definizione.

I valori della concentrazione sono stati ricavati dai siti della Consob andando ad osservare i documenti storici sotto la voce azionariato.

Ci si aspetta un valore del coefficiente di questa variabile positivo nel caso in cui si verifichi un comportamento opportunistico e negativo o zero nel caso si verifichi un comportamento delle imprese volto a ridurre i conflitti.

Le altre variabili sono variabili di controllo:

Liq: presenza di assets liquidi. Misurata con l'indicatore quick ratio. Il quick ratio è un indicatore che ha come obiettivo quello di verificare se una società è in grado di pagare i debiti a breve termine con la cassa o cassa equivalente. Si calcola come $(\text{Cassa} + \text{Titoli negoziabili} + \text{crediti commerciali}) / \text{passività correnti}$. Tale indice è stato ricavato dal sito Eikon Refinitiv sotto la voce Finance → Key metrics.

Ci si aspetta un valore positivo del coefficiente perché, all'aumentare dell'indicatore, le aziende dispongono di elevata cassa o di assets facilmente convertibili in denaro e possono quindi aumentare i dividendi.

Pro: profittabilità (misurato grazie ad indici di profittabilità), è calcolata come il rapporto tra after-tax operating return e assets, ovvero il ROA. Tale indice è stato ricavato dal sito Eikon Refinitiv sotto la voce Finance → Key metrics.

Ci si aspetta un valore positivo del coefficiente, infatti all'aumentare della profittabilità dovrebbero aumentare gli incassi della società che, disponendo di maggior cassa, può distribuire dividendi.

Growth: rappresenta l'aspettativa di crescita futura di un'azienda. Viene misurata con l'indicatore Market to Book ratio calcolato come $(\text{Total Assets} - \text{Equity} + \text{MarketCap}) / \text{Total Asset}$. L'indice è stato calcolato andando a reperire le sue componenti dal sito Eikon Refinitiv.

Ci si aspetta un valore negativo del coefficiente, perché all'aumentare delle opportunità di crescita le società hanno bisogno di maggiori investimenti. Di conseguenza, i dividendi, che vanno a erodere le disponibilità liquide, sarebbero d'intralcio per la crescita della società e vengono quindi diminuiti nel caso in cui vi siano importanti investimenti.

Risk: rischio, misurato come la volatilità (deviazione standard) del ROA negli ultimi 3 anni. Ci si aspetta un valore negativo del coefficiente. Maggiore è il rischio e minori sono i dividendi. Per limitare la rischiosità una società tende a mantenere livelli di cassa superiori alla norma per proteggersi nel caso in cui un progetto su cui ha investito non dovesse andare a buon fine.

Size: dimensione della società misurata come il log delle vendite. Ci si aspetta un valore positivo del coefficiente. Il valore delle vendite è stato preso dal sito Eikon Refinitiv nella voce Finance → Income statement.

Infatti, maggiore è la dimensione della società e maggiori si suppongono essere gli incassi. Di conseguenza, si ipotizza anche una maggior disponibilità di cassa e quindi dividendi più alti.

Age: anzianità della società, calcolata come il numero di anni da quando è stata fondata la società. Ci si aspetta un valore positivo del coefficiente. Maggiori sono gli anni di operatività della società, più questa è matura e ben consolidata, quindi maggiori si suppongono essere i dividendi.

φ_{it} : scarti

Come spiegato nei precedenti studi, i possibili risultati sono:

1. Modello opportunistico
2. Modello di riduzione dei conflitti

Il primo caso si ha quando la maggioranza, che detiene il controllo, fa i propri interessi e non quelli degli azionisti di minoranza. L'atteggiamento adottato dai proprietari è volto a sfruttare la maggioranza in assemblea per approvare progetti a NPV negativo oppure scambi commerciali vantaggiosi con società sempre di proprietà dell'azionista di maggioranza. In questa situazione si dovrebbe osservare un valore positivo del coefficiente regressivo della variabile concentrazione (variabile indipendente). Per capire al meglio il segno della relazione, si ricorda che il campione di aziende in considerazione, e più in generale, la maggior parte delle società italiane, ha una quota di maggioranza superiore al 50%. Quindi, considerando che la maggior parte delle partecipazioni oscillano tra il 50 e il 99 per cento, il comportamento opportunistico tende ad essere maggiore tanto più ci si avvicina al 50%. Questo perché ad un livello del 50%, l'azionista di maggioranza è in grado di espropriare benessere al restante 50%, mentre nel caso in cui la quota di maggioranza fosse del 90% potrebbe espropriare solo al restante 10%. Ovviamente, in quest'ultimo caso, l'interesse ad espropriare è molto minore, perché per singolo euro speso il proprietario mette di tasca sua 90 centesimi.

Il secondo caso si ha quando la maggioranza non fa i propri interessi e cerca di essere giusta e trasparente nei confronti di tutti gli stakeholders. In un contesto simile l'azionista di maggioranza ha interesse a tutelare anche le minoranze che, così facendo, saranno invogliate ad investire in futuro. Infatti, una delle conseguenze del comportamento opportunistico è che possibili investitori esterni siano scarsamente invogliati ad investire in una società sapendo che il

proprietario cercherà di espropriare loro benessere. Per questo motivo, l'unico modo che incentiva l'investimento è quello di vendere azioni a forte sconto, cosa che ovviamente danneggia la società. Il modello di riduzione dei conflitti consente di ovviare a questa problematica. Rispettando tutti gli azionisti, le società possono emettere, in futuro, azioni per finanziare progetti senza dover richiedere un forte sconto. Riescono dunque ad ottenere una maggior liquidità. In questa situazione dovrebbe osservarsi un valore negativo del coefficiente regressivo della variabile concentrazione. Dunque, al diminuire della concentrazione aumentano i dividendi. Questo perché, come detto in precedenza, la maggior parte delle società ha una quota di maggioranza superiore al 50%, percentuale che rappresenta il punto in cui l'interesse ad espropriare è massimo. Di conseguenza, lì dove l'intento ad espropriare è all'apice, l'azionista di maggioranza emette dividendi maggiori in modo da remunerare ogni azionista in proporzione al numero di azioni che detiene e diminuire la cassa a disposizione della società. In questo modo, la maggioranza ha meno disponibilità liquide e quindi minori possibilità di fare investimenti e transazioni che danneggiano la minoranza.

2.4 Analisi descrittiva dei dati

Nella seguente tabella sono presenti alcune statistiche descrittive relative alle principali variabili utilizzate nel modello. Si osserva come il Payout ratio (dividend to earnings) sia mediamente pari al 30%. È importante sottolineare che questo dato è stato ottenuto andando ad eliminare alcuni outliers che riportavano valori poco veritieri e fuorvianti della variabile. In questo caso si sono considerati tutti i dati aventi valori della ratio maggiori o uguali a zero in modo da non considerare le emissioni di dividendi quando gli utili dell'azienda sono negativi e minori o uguali a 1 in modo da non considerare emissioni superiori al valore degli utili. Le altre due variabili dipendenti sono dividendi su totale degli assets e dividendi su capitalizzazione di mercato che riportano una media dell'1,5% e 2,3%.

La concentrazione media si attesta essere poco superiore al 50 percento, valore mediamente elevato e che dimostra quanto detto in precedenza sulla proprietà delle società italiane. L'Italia è infatti un paese in cui molte società sono a conduzione familiare e hanno scarsa propensione a condividere il potere. Di conseguenza, anche quando una società si quota, la proprietà tende a mantenere sempre una fetta che le consenta di mantenere la maggioranza stretta.

Di seguito è possibile osservare i valori medi e deviazione standard delle altre variabili di controllo usate nel modello.

Variabile	Osservazioni	Media	Dev. Standard	Min	Max
DPSToEPS	1951	.3002066	.2853519	0	1
DividendToTotalAssets	2189	.015412	.0224778	0	.3128317
DividendToMarketCap	2144	.0237877	.0318657	0	.5332851
Concentrazione	2160	.504579	.1823557	0	.99484
ReturnOnAssets	2218	.0269148	.0714263	-.7748	.4198
MarketToBook	2204	1.35904	.7561705	-2.228261	7.76895
LogVendite	2185	5.724925	.7330749	2.426511	8.104176
RischioDevStandRoa	1859	.0247037	.0305871	.0001732	.3428545
Quickratio	2150	1.121084	2.021937	.05	88
Età	2187	57.68358	40.51538	0	271

Tabella 1- Statistiche descrittive delle principali variabili usate nel modello

Prima di passare alle regressioni si è deciso di testare con un test sulla differenza tra medie se vi sia una differenza significativa tra il payout pagato da chi mantiene una maggioranza quasi totale e chi possiede una maggioranza comunque elevata in cui l'interesse ad espropriare è massimo. Si è quindi creata una dummy avente valore zero quando la concentrazione di una società è maggiore dell'80% (maggioranza quasi totale) e valore uno quando la concentrazione è compresa tra il 40 e 60 per cento. Dopodiché si è effettuato il test guardando sia la differenza tra l'indicatore DPS/EPS, sia l'indicatore Dividend/TotalAssets.

Il comando usato per effettuare il test su STATA è "ttest indice, by(dummy)". Nel caso dell'indice DPS/EPS è stata creata una variabile rivisitata che considera soltanto i valori maggiori o uguali a zero e minori o uguali a uno per i motivi già spiegati in precedenza.

I risultati mostrano che sia possibile rifiutare l'ipotesi nulla H_0 che la differenza sia pari a zero. In entrambi i casi si ottiene un p-value significativo per l'ipotesi alternativa che la differenza sia diversa da zero e minore di zero. Inoltre, siccome la differenza è definita come media (0) meno media (1) si può concludere che le società con concentrazione compresa tra il 40 e 60 per cento pagano dei payout maggiori rispetto a quelle con concentrazione superiore all'80 per cento.

Test differenza tra medie fatto su variabile DPS/EPS						
Group	Obs	Mean	Std.Err.	Std.Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	31	.1026334	.0294266	.1638406	.0425362	.1627306
1	841	.305445	.0096972	.2812191	.2864114	.3244786
combined	872	.2982349	.0094944	.2803676	.2796003	.3168696
diff		-.2028116	.0508418		-.3025985	-.1030247
diff = mean(0) - mean(1)						t = -3.9891
Ho: diff=0						degrees of freedom = 870
Ha: diff < 0		Ha: diff! = 0		Ha: diff > 0		
Pr(T<t) = 0.0000		Pr(T > t) = 0.0001		Pr(T > t) = 1.0000		

Tabella 2- T-test fatto sull'indice DPS/EPS

Test differenza tra medie fatto su variabile Dividend/TotalAssets						
Group	Obs	Mean	Std.Err.	Std.Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	42	.0071695	.0023931	.0155089	.0023366	.0120024
1	926	.0160369	.0007097	.0215971	.014644	.0174297
combined	968	.0156521	.0006891	.0214392	.0142998	.0170044
diff		-.0088673	.003372		-.0154847	-.00225
diff = mean(0) - mean(1)					t = -2.6297	
Ho: diff = 0					degrees of freedom = 966	
Ha: diff < 0		Ha: diff! = 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0043		Pr(T > t) = 0.0087		Pr(T > t) = .09957		

Tabella 3- T-test fatto sull'indice Dividend/TotalAssets

Il valore ottenuto è coerente con il modello di riduzione dei conflitti ed in disaccordo con il modello opportunistico. Si può notare che il risultato allude ad una relazione negativa tra livello dei payout e dividendi. Infatti, per concentrazioni elevate, il payout è minore rispetto a quello per concentrazioni più basse. Di conseguenza, all'aumentare della concentrazione diminuiscono i dividendi. Tale relazione viene successivamente approfondita con lo studio regressivo.

2.5 Risultati e stime

Dopo aver raccolto i dati delle variabili del modello all'interno di un database si è condotta la loro analisi. L'obiettivo è quello di fare un'analisi regressiva per capire quale sia la relazione che lega il livello dei payout (variabile dipendente) e la concentrazione (variabile indipendente).

Per ottenere questo risultato si è innanzitutto importato il database su STATA. Dopodiché si è utilizzato il comando *"tsset"* per indicare a STATA che i dati sono di tipo panel, ovvero più soggetti in più periodi temporali. Nel nostro caso la sintassi utilizzata è stata *"tsset Nfirm Anno"*. In seguito, per effettuare la regressione si è utilizzato il comando *"xtreg"* che serve ad adattare il modello regressivo ai dati panel. Inoltre, si è integrato il comando *"fe robust"* al termine di ogni riga in modo da utilizzare uno stimatore ad effetti fissi. Sono infatti due i modelli che possono essere adottati per analizzare i dati: quello ad effetti fissi e quello ad effetti variabili. Il primo modello ha la capacità di analizzare i dati mantenendo costanti i periodi temporali ed i soggetti. Cattura quindi la variabilità tra soggetti. Al contrario, il modello ad effetti casuali cattura la variabilità tra periodi e soggetti. Usando il comando *fe robust*, le regressioni includono quindi effetti fissi d'impresa. Invece, gli effetti temporali sono tenuti in conto dalla variabile dummy *"i.Anno"*. Questa serve a catturare la variazione complessiva che hanno avuto le variabili del modello nel tempo, quindi l'andamento complessivo assunto dai dati nel corso degli anni. Diversamente questo effetto non verrebbe catturato dalle singole variabili.

In seguito al comando *xtreg* si sono man mano aggiunte, oltre alla concentrazione, le variabili di controllo e si è andato ad osservare il segno dei coefficienti stimati e la loro significatività.

2.5.1 Risultati tenendo conto dei soli dividendi

La tabella 4 è relativa alla regressione fatta sull'indice DPS/EPS. È importante ricordare che sono state tagliate le code della distribuzione di questo indicatore. Si sono considerati solo i valori maggiori o uguali a zero e minori o uguali a uno. Il comando utilizzato per ottenere i risultati è stato: *"xtreg DPSEPS Concentrazione ReturnOnAssets MarkeToBook Rischio logVendite Quickratio Età i.Anno if DPSEPS>=0 & DPSEPS<=0, fe robust"*.

È possibile osservare che il coefficiente della concentrazione è sempre significativo, anche quando si sono considerate poche variabili di controllo. Inoltre, la significatività risulta essere molto alta con un p-value inferiore a 0.01 negli ultimi due modelli in cui si sono considerate più variabili di controllo.

Considerando l'ultima colonna che comprende il modello regressivo completo di tutte le variabili di controllo si possono fare le seguenti osservazioni.

Per quanto riguarda il ROA si è ottenuto un coefficiente significativo sotto il 10 per cento ed una relazione positiva, in coerenza con le aspettative. Infatti, ci si aspettava che una maggior redditività degli assets comportasse maggiori dividendi.

Anche il market to book ratio risulta essere significativo. Tuttavia, le aspettative erano che il coefficiente fosse minore di zero, perché maggiori sono le aspettative di crescita e maggiori sono gli investimenti che una società deve fare in futuro e che portano quindi ad una diminuzione dei dividendi. Tale teoria non è però stata confermata.

La rischiosità, definita come la deviazione standard su 3 anni del ROA, risulta essere molto significativa con un p-value inferiore allo 0.01. Il segno del coefficiente è negativo ed è coerente con le aspettative. Infatti, maggiore è la rischiosità di una società e più questa tenderà a mantenere cassa per far fronte alle evenienze, quindi minori saranno i dividendi.

L'età, definita come il numero di anni trascorsi da quando è stata fondata la società, risulta essere significativa con un p-value inferiore a 0.05. Il segno è

positivo e coerente con le aspettative. Si considera che società più vecchie e mature abbiano una maggior stabilità e cash flow stabili, di conseguenza possono permettersi di staccare maggiori dividendi.

Per quanto riguarda il logaritmo delle vendite, indicativo della dimensione di una società e il quick ratio, indicativo della liquidità di una società, non vi sono risultati significativi.

I risultati raggiunti con questa prima regressione fatta sul payout DPS/EPS sembrano dimostrare la validità del modello di riduzione dei conflitti. Infatti, un valore negativo del coefficiente della concentrazione indica che società con concentrazioni molto elevate (superiori per esempio all'80%) emettono meno dividendi rispetto a quelle con concentrazioni più basse (per esempio 50%), perché hanno meno interessi ad espropriare. Società con una quota dell'80 per cento possono espropriare solo 20 centesimi per euro di capitale, valore molto inferiore a chi detiene il 50% e può quindi espropriare 50 centesimi per euro di capitale.

La tabella 5 riporta i risultati della regressione fatta sull'indice Dividends/TotalAssets. Il comando utilizzato per ottenere i risultati è stato: *"xtreg DividendTotalAssets Concentrazione ReturnOnAssets MarkeToBook Rischio logVendite Quickratio Età i.Anno, fe robust"*.

Come per i risultati precedenti, anche qui il coefficiente della variabile concentrazione è negativo e con una significatività sotto al 5%. Anche il ROA risulta essere significativo in tutti e sei i modelli e con un p-value inferiore all' 1 per cento, quindi molto significativo. Come nel modello precedente, il market to book ratio risulta significativo, ma il segno del coefficiente è positivo rispetto a quanto ipotizzato in precedenza. Per quanto riguarda il rischio, il quick ratio e l'età non si è trovata una relazione significativa. Invece, il log delle vendite, rappresentante la dimensione di una società, risulta avere un coefficiente

significativo, ma con segno negativo. Si era invece previsto un segno positivo, in quanto si presuppone che una società con maggiori vendite e quindi dimensioni stacchi maggiori dividendi.

Questa seconda tabella conferma nuovamente la relazione negativa tra livello dei payout e la concentrazione. Anche l'influenza di altre variabili di controllo come il ROA, il market to book e la rischiosità può considerarsi consolidata e ampiamente influente. Inoltre, è importante osservare che utilizzare diversi indicatori è utile per confermare che una relazione sia valida, ma non è obbligatorio che tutte le variabili siano sempre significative per tutti i modelli regressivi.

Infine, la tabella 6 riporta i risultati della regressione fatta sull'indice Dividends/MarketCap. Il comando utilizzato per ottenere i risultati è stato: *"xtreg DividendMarketcap Concentrazione ReturnOnAssets MarkeToBook Rischio logVendite Quickratio Età i.Anno, fe robust"*.

Com'è possibile osservare, tale indice non esprime una relazione significativa con la concentrazione. Altre variabili di controllo come il ROA, Market to book ratio e l'età hanno coefficienti significativi, ma il coefficiente della variabile indipendente, di cui ci interessa dimostrare la relazione, non lo è. Si può quindi concludere che la regressione per l'indice Dividends/MarketCap, utilizzando i dati del campione, non presenta alcuna relazione con la concentrazione.

In questa prima parte di analisi regressiva è possibile concludere che la relazione negativa tra payout e concentrazione è consolidata. Infatti, sia nel caso dell'indice DPS/EPS sia Dividends/TotalAssets il coefficiente della variabile indipendente risulta essere negativo e significativo. Si considera dunque dominante il modello di riduzione dei conflitti e non quello opportunistico.

Inoltre, si è voluto dimostrare se la relazione tra concentrazione e payout restasse solida andando a considerare solo le imprese familiari. Per farlo si è aggiunto al comando regressivo che la variabile *PrivateOwn* fosse uguale a uno. Tale variabile è una dummy che assume valore uno quando la società è nelle mani di un privato, zero nel caso non lo sia. Il comando utilizzato per ottenere i risultati è stato: *“xtreg DPSEPS Concentrazione ReturnOnAssets MarkeToBook Rischio logVendite Quickratio Età i.Anno if DPSEPS>=0 & DPSEPS<=0 & PrivateOwn==1, fe robust”*.

I risultati, osservabili nella tabella 7, confermano il segno negativo del coefficiente della concentrazione. Il risultato supporta ulteriormente il modello di riduzione dei conflitti, visto che le imprese in mano ad un privato hanno generalmente maggiori interessi ad espropriare gli azionisti di minoranza.

Risultati regressione per l'indice DPS/EPS						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES	Model_1	Model_2	Model_3	Model_4	Model_5	Model_6
Concentrazione	-0.1934** (0.086)	-0.2126*** (0.077)	-0.2180*** (0.078)	-0.2488*** (0.083)	-0.2500*** (0.082)	-0.2413*** (0.082)
ReturnOnAssets		0.6062*** (0.167)	0.5369*** (0.169)	0.2977 (0.186)	0.3022 (0.186)	0.3190* (0.192)
MarketToBook			0.0282 (0.018)	0.0332* (0.018)	0.0335* (0.018)	0.0331* (0.018)
RischioDevStandRoa				-1.0748*** (0.289)	-1.0919*** (0.295)	-1.1438*** (0.317)
LogVendite					-0.0134 (0.044)	-0.0131 (0.045)
Quickratio						0.0009 (0.001)
Et						0.0069** (0.003)
Constant	0.4665*** (0.086)	0.1569* (0.083)	0.1002 (0.099)	0.2787*** (0.073)	0.3548 (0.248)	0.0330 (0.280)
Effetti temporali	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Effetti fissi d'impresa	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R-squared	0.0536	0.0788	0.0819	0.0926	0.0927	0.0943
Number of Nfirm	148	144	144	144	144	142
Observations	1,968	1,904	1,904	1,684	1,684	1,644

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 4- Risultati regressione per l'indice DPS/EPS

Risultati regressione per l'indice Dividends/TotalAssets						
VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Model_1	Model_2	Model_3	Model_4	Model_5	Model_6
Concentrazione	-0.0079 (0.005)	-0.0117** (0.005)	-0.0134*** (0.005)	-0.0134** (0.006)	-0.0142** (0.006)	-0.0135** (0.006)
ReturnOnAssets		0.0999*** (0.027)	0.0749*** (0.021)	0.0629*** (0.019)	0.0658*** (0.021)	0.0638*** (0.020)
MarketToBook			0.0118*** (0.003)	0.0116*** (0.002)	0.0118*** (0.002)	0.0118*** (0.002)
RischioDevStandRoa				-0.0076 (0.013)	-0.0194 (0.015)	-0.0197 (0.016)
LogVendite					-0.0103** (0.005)	-0.0090** (0.004)
Quickratio						0.0003 (0.000)
Et						0.0003 (0.000)
Constant	0.0242*** (0.005)	0.0127* (0.007)	-0.0072 (0.015)	0.0010 (0.006)	0.0591** (0.027)	0.0400 (0.028)
Effetti temporali	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Effetti fissi d'impresa	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R-squared	0.0534	0.1520	0.2315	0.2274	0.2374	0.2383
Number of Nfirm	149	144	144	144	144	142
Observations	2,213	2,137	2,137	1,874	1,874	1,830

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 5- Risultati regressione per l'indice Dividends/TotalAssets

Risultati regressione per l'indice Dividends/Marketcap

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES	Model_1	Model_2	Model31	Model_4	Model_5	Model_6
Concentrazione	-0.0104 (0.012)	-0.0143 (0.012)	-0.0139 (0.012)	-0.0137 (0.013)	-0.0138 (0.013)	-0.0115 (0.013)
ReturnOnAssets		0.0855*** (0.020)	0.0963*** (0.023)	0.0782*** (0.023)	0.0785*** (0.023)	0.0792*** (0.024)
MarketToBook			-0.0050*** (0.001)	-0.0046*** (0.001)	-0.0046*** (0.001)	-0.0044*** (0.001)
RischioDevStandRoa				-0.0210 (0.023)	-0.0222 (0.023)	-0.0234 (0.025)
LogVendite					-0.0010 (0.008)	-0.0013 (0.008)
Quickratio						0.0001 (0.000)
Et						0.0016** (0.001)
Constant	0.0375*** (0.012)	0.0340 (0.039)	0.0427 (0.038)	0.0067 (0.018)	0.0125 (0.051)	-0.0592 (0.070)
Effetti temporali	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Effetti fissi d'impresa	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R-squared	0.0547	0.0834	0.0888	0.1086	0.1087	0.1117
Number of Nfirm	147	142	142	142	142	140
Observations	2,181	2,106	2,106	1,847	1,847	1,803

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 6- Risultati regressione per l'indice Dividends/MarketCap

Risultati regressione per l'indice DPSEPS con vincolo variabile PrivateOwn == 1						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES	Model_1	Model_2	Model_3	Model_4	Model_5	Model_6
Concentrazione	-0.2187** (0.088)	-0.2239*** (0.080)	-0.2292*** (0.081)	-0.2514*** (0.086)	-0.2509*** (0.085)	-0.2415*** (0.085)
ReturnOnAssets		0.5917*** (0.169)	0.5287*** (0.170)	0.3061 (0.189)	0.3153* (0.189)	0.3325* (0.195)
MarketToBook			0.0259 (0.018)	0.0304* (0.018)	0.0311* (0.018)	0.0309* (0.018)
RischioDevStandRoa				-1.0234*** (0.287)	-1.0640*** (0.293)	-1.1131*** (0.316)
LogVendite					-0.0306 (0.047)	-0.0295 (0.048)
Quickratio						0.0007 (0.001)
Et						0.0097*** (0.003)
Constant	0.4424*** (0.092)	0.1277 (0.085)	0.0758 (0.099)	0.2469*** (0.076)	0.4176 (0.253)	-0.0363 (0.274)
Effetti temporali	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Effetti fissi d'impresa	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R-squared	0.0629	0.0895	0.0923	0.1047	0.1051	0.1070
Number of Nfirm	129	125	125	125	125	123
Observations	1,702	1,640	1,640	1,449	1,449	1,412

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 7- Risultati regressione per l'indice DPSEPS con vincolo variabile PrivateOwn = 1

2.5.2 Risultati tenendo conto dei dividendi e riacquisti

In seguito si analizzerà lo stesso scenario, ma anziché considerare solo i dividendi, si andranno a considerare anche i riacquisti di azioni. Questi ultimi sono diventati strumenti sempre più utilizzati dalle società per remunerare i propri azionisti ed è quindi corretto che vengano conteggiati all'interno degli indici utilizzati in precedenza. Va specificato che l'importo dei riacquisti non è stato un dato semplice da reperire e può essere affetto da errore. Questo perché

è stato preso dai cash flow sulla piattaforma di Eikon Refinitiv alla voce “Issuance (retirement) of Stock”. Questa voce rappresenta la somma di più voci tra cui Common Stock, Net [FCSN], Preferred Stock, Net [FPSN], Sale/Issuance of Common/Preferred [FSCP], Repurchase/Retirement of Common/Preferred [FRCP], Options Exercised [FOPX], Warrants Converted [FWCV] e Treasury Stock [FTST]. Nel caso di studio la voce d’interesse è “Repurchase/retirement” che, tuttavia, non sempre viene specificata nei documenti. Per questo motivo, sovente non è stato possibile ottenere un dato specifico sui riacquisti. In questi casi si è quindi considerata la voce comprensiva di tutte le sotto-voci quando il suo valore è inferiore a zero, siccome i riacquisti sono un’uscita di cassa e quindi vengono conteggiati con segno negativo.

Nella tabella 8 è possibile osservare i risultati della regressione fatta sull’indice DPSrevEPS, ovvero lo stesso indicatore studiato in precedenza, ma comprensivo dei riacquisti. È possibile osservare come venga confermata la relazione negativa tra i payout e la concentrazione. Inoltre, anche le altre variabili di controllo come il ROA, il market to book, il rischio e l’età risultano essere significative.

Nella tabella 9, analogamente a quanto ottenuto in precedenza, anche con il valore aggiustato dei dividendi, il coefficiente della concentrazione è negativo e significativo con un p-value inferiore al 5 per cento.

In conclusione, anche tenendo conto dei riacquisti è stata confermata la relazione negativa tra la concentrazione e il livello dei payout. Lo studio ha dunque validato il modello di riduzione dei conflitti per cui le società che hanno maggiori interessi ad espropriare gli azionisti emettono maggiori dividendi per minimizzare i conflitti d’interesse. In questo modo, le società che emetteranno azioni in futuro potranno venderle ad un prezzo maggiore grazie alla loro trasparenza e tutela delle minoranze.

Risultati regressione per l'indice DPSrev/EPS

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES	Model_1	Model_2	Model_3	Model_4	Model_5	Model_6
Concentrazione	-0.1834** (0.090)	-0.2022** (0.079)	-0.2073** (0.081)	-0.2145** (0.089)	-0.2158** (0.088)	-0.2054** (0.088)
ReturnOnAssets		0.6339*** (0.180)	0.5630*** (0.183)	0.3220* (0.191)	0.3282* (0.193)	0.3376* (0.199)
MarketToBook			0.0278 (0.020)	0.0336 (0.020)	0.0338 (0.021)	0.0339 (0.021)
RischioDevStandRoa				-1.5067*** (0.338)	-1.5259*** (0.343)	-1.6558*** (0.362)
LogVendite					-0.0136 (0.050)	-0.0146 (0.052)
Quickratio						0.0005 (0.001)
Et						0.0077*** (0.003)
Constant	0.4746*** (0.088)	0.1617* (0.088)	0.1058 (0.105)	0.2775*** (0.074)	0.3551 (0.286)	-0.0015 (0.302)
Effetti temporali	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Effetti fissi d'impresa	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R-squared	0.0425	0.0670	0.0699	0.0892	0.0893	0.0920
Number of Nfirm	148	144	144	144	144	142
Observations	1,853	1,791	1,791	1,585	1,585	1,546

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 8- Risultati regressione per l'indice DPSrev/EPS

Risultati regressione per l'indice DividendsRev/TotalAssets

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VARIABLES	Model_1	Model_2	Model_3	Model_4	Model_5	Model_6
Concentrazione	-0.0039 (0.007)	-0.0076 (0.006)	-0.0094 (0.007)	-0.0129** (0.006)	-0.0138** (0.006)	-0.0131** (0.006)
ReturnOnAssets		0.1071*** (0.030)	0.0829*** (0.025)	0.0705*** (0.022)	0.0738*** (0.024)	0.0712*** (0.023)
MarketToBook			0.0114*** (0.003)	0.0111*** (0.003)	0.0114*** (0.003)	0.0114*** (0.003)
RischioDevStandRoa				-0.0139 (0.016)	-0.0271 (0.018)	-0.0277 (0.019)
LogVendite					-0.0115** (0.005)	-0.0099** (0.005)
Quickratio						0.0002 (0.000)
Et						0.0002 (0.000)
Effetti temporali	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Effetti fissi d'impresa	yes	yes	yes	yes	yes	yes
R-squared	0.0457	0.1185	0.1672	0.1819	0.1911	0.1900
Number of Nfirm	149	144	144	144	144	142
Observations	2,213	2,137	2,137	1,874	1,874	1,830

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Tabella 9- Risultati regressione per l'indice DividendsRev/TotalAssets

2.6 Conclusioni

Questo studio è nato dalla passione verso le materie economico-finanziario ed è stato di grande interesse approfondire i meccanismi che influenzano la corporate governance di una società. L'obiettivo principale era quello di dimostrare se i payout fossero in grado d'influenzare e disciplinare la governance di una società. Per farlo si è fatto affidamento sul modello di Berzins. Tale modello ci ha consentito di indagare sulla relazione che lega il livello dei payout con la concentrazione. In questo modo è stato possibile dimostrare se le società italiane si basano su un modello opportunistico o un modello di riduzione dei conflitti. Nel primo caso, l'azionista di maggioranza intende espropriare benessere agli azionisti di minoranza e cercherà quindi di minimizzare i dividendi quando l'interesse ad espropriare è massimo. Viceversa, nel secondo caso l'azionista di maggioranza cerca di minimizzare i conflitti con le minoranze e decide quindi di massimizzare i dividendi quando l'interesse ad espropriare è massimo. Un comportamento simile ha il beneficio di tranquillizzare gli azionisti di minoranza ed invogliare investitori esterni ad investire in futuro senza che la società debba vendere azioni a forte sconto.

Per dimostrare la relazione descritta in precedenza si è utilizzato un database di società quotate in Italia, fornito dalla professoressa Laura Rondi. In seguito, si sono eseguite le regressioni sugli indici DPS/EPS, Dividends/TotalAssets e Dividends/MarketCap. Tutti gli indicatori utilizzati sono stati studiati sia considerando unicamente i dividendi, sia considerando anche i riacquisti.

I risultati, come descritto nei paragrafi precedenti, hanno confermato l'esistenza di una relazione negativa tra il livello dei payout e la concentrazione. Si è ottenuto infatti un segno negativo e significativo del coefficiente della concentrazione in due regressioni su tre. Il significato della relazione è che per concentrazioni molto elevate (sopra all'80%) i dividendi diminuiscono perché, analogamente, si

riducono gli interessi dell'azionista di maggioranza ad espropriare. Infatti, con una concentrazione dell'80 per cento, il proprietario può espropriare solo 20 centesimi per euro di capitale, perché i restanti 80 li ha messi di tasca sua. Viceversa, quando la concentrazione diminuisce, l'interesse ad espropriare aumenta. Infatti, nel caso di una concentrazione al 50 per cento, il proprietario può espropriare 50 centesimi per euro di capitale.

Dunque, tenendo conto dei risultati ottenuti, si può concludere che il modello che ha prevalso è quello di riduzione dei conflitti e non quello opportunistico. Infatti, quando l'interesse ad espropriare è massimo, la maggioranza stacca payout maggiori rispetto a quando l'interesse è minore.

Referenze

- Abrardi L. e L. Rondi (2020), "Ownership and Performance in the Italian Stock Exchange: The Puzzle of Family Firms", *Journal of Industrial and Business Economics*, 47(4), 613-643.
- Abrardi L. e L. Rondi (2023), "The European Corporation: The case of Italy, in K. Gugler, E. Peev (Eds.) *The European Corporation: Ownership and Control after 25 Years of Corporate Governance Reforms*". *Cambridge University Press, forthcoming*.
- Allen F., Michaely R. (2002): "Payout Policy". *Prepared for North-Holland Handbook of Economics*.
- Berzins J., Bøhren Ø., Stacescu B. (2017): "Shareholder Conflicts and Dividends". *Review of Finance*, 2018, 1807–1840
- Bian H., Kuo, J.-M., Pan, H., & Zhang, Z. (2022): "The role of managerial ownership in dividend tunneling: Evidence from China". *Corporate Governance: An International Review*, 1–27.
- Easterbrook F. H. (1984): "Two Agency-Cost Explanations of Dividends". *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4. (Sep., 1984), pp. 650-659.
- Elton J. E. and Gruber J. M. (1970): "Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect". *The Review of Economics and Statistics*, Feb., 1970, Vol. 52, No. 1 (Feb., 1970), pp. 68-74.
- Faccio M., Lang L., Young L. (2000/2001): "Dividends and Expropriation". *The American economic review*. Vol. 91 no. 1.
- Fisher B. (1976): "The dividend puzzle". *The Journal of Portfolio Management* Jan 1976, 2 (2) 5-8.
- Isakov D., Weisskopf J-P (2015): "Pay-out policies in founding family firms". *Journal of Corporate Finance* 33 (2015) 330–344.
- Lintner J. (1956): "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, *Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association*. (May, 1956), pp. 97-113.
- Lintner J. (1962): "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations". *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, No. 3. (Aug., 1962), pp. 243-269.

Miller M., Modigliani F., (1961): "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares". *Journal of Business*, 34, 411-433.

Pindado J., Requejo I., Chabela de la Torre (2012): "Do Family Firms Use Dividend Policy as a Governance Mechanism? Evidence from the Euro zone". *Corporate Governance: An International Review*. Volume 20, Issue 5, Pages 413-431.

Ringraziamenti

Durante questi 5 anni mi sono state vicino molte persone che è doveroso ringraziare in quest'ultima pagina della mia tesi. È stato un percorso impegnativo, ma altamente formativo. Ho avuto l'opportunità di conoscere persone, di fare amicizie, di imparare e di migliorare. Ho passato momenti di grande entusiasmo e altri più difficili e complicati, ma che mi hanno permesso di crescere come persona e di maturare. Un ringraziamento speciale va alla mia relattrice, la professoressa Laura Rondi, per avermi seguito durante la stesura della tesi, per il tempo che mi ha dedicato, per tutti i consigli che mi ha dato e per la sua professionalità. Ringrazio in particolar modo la mia famiglia per avermi sempre sostenuto in ogni momento, per l'affetto ricevuto, per la vicinanza e per non avermi mai fatto mancare nulla. Ringrazio i miei amici per i confronti ricevuti, le risate, le cene e tutti i momenti di spensieratezza. Grazie a tutti voi ho raggiunto questo grande traguardo.

Non è la fine, ma soltanto l'inizio.