



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Percorso Finance

A.a. 2024/2025

Survey sul ruolo dei dividendi come strumento della
corporate governance per mitigare i conflitti d'agenzia

Relatore:

Prof.ssa Laura Rondi

Candidato:

Claudio Maglione

ABSTRACT

Questa tesi è una survey di diversi articoli in materia di dividend policy e conflitto d'agenzia. Si propone quindi lo scopo di descrivere alcuni dei più interessanti tra gli studi disponibili, in modo da dare un quadro generale delle teorie all'interno della corporate governance riguardo l'uso dei dividendi come strumento per ridurre i conflitti d'agenzia. Dopo un breve quadro generale sui dividendi e sulle sue determinanti, si affronterà il tema della politica di dividendo legata ai conflitti d'agenzia interni alla società quindi azionisti in opposizione ai managers. Successivamente verrà trattato il tema dei dividendi come strumento per ridurre i conflitti d'agenzia tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. In entrambi i casi si dimostra che i dividendi hanno un ruolo chiave ed attivo nel mitigare i conflitti d'agenzia, sia verticali, che orizzontali.

1 – INDICE

0. Abstract	1
1. Indice	2
2. Introduzione	4
3. I dividendi	6
3.1. Caratteristiche generali	6
3.1.1. Definizione	6
3.1.2. Modelli	7
3.2. Fattori determinanti la politica di dividendo	11
3.2.1. Dimensioni azienda	12
3.2.2. Crescita attesa e opportunità d'investimento	13
3.2.3. Necessità di rifinanziamento del debito	14
3.2.4. Struttura proprietaria	15
3.2.5. Presenza di stock options nella remunerazione del manager	17
4. Conflitto tra manager e azionisti	18
4.1. Quadro sui problemi d'agenzia	18
4.1.1. Quadro teorico	18
4.1.2. Visione contrapposta degli azionisti e degli amministratori	20
4.1.3. Teoria principale-agente applicata alla corporate governance	21
4.2. Ruolo dei dividendi nel rapporto tra manager e azionisti	23
4.2.1. I problemi e costi d'agenzia	23
4.2.2. I dividendi come strumento per ridurre i costi d'agenzia	25
4.2.3. Manager e struttura proprietaria	27
4.2.4. Manager e politiche di payout	29

4.2.5. Dividendi e teorie di segnalazione	31
4.3. Sintesi	33
5. Conflitto tra azionisti	36
5.1. Problemi d'agenzia tra shareholder	36
5.2. Ruolo dei dividendi nel rapporto tra azionisti	38
5.2.1. I dividendi come strumento per ridurre il conflitto	38
5.2.2. Dividendi e reputazione aziendale	42
5.2.3. Influenza della struttura proprietaria	45
5.2.4. Relazione tra dividendi e mercato	51
5.2.5. Legame tra dividendi e riacquisti di azioni	54
5.3. Sintesi	55
6. Conclusioni	59
7. Bibliografia	62

2 – INTRODUZIONE

All'interno del mondo economico attuale l'impresa rappresenta l'unità minima produttiva. Essendo un'organizzazione di beni, capitali e capitale umano presenta una struttura complessa sia dal punto di vista organizzativo che dal punto di vista proprietario. Nello specifico le aziende presentano una separazione netta tra proprietà, detenuta dagli azionisti, e controllo, delegato ai manager dai proprietari. Gli shareholder sono degli investitori, essi infatti conferiscono capitale all'impresa per ottenere un ritorno economico sul loro investimento, la corporate governance si occupa di studiare quali sono i mezzi e le strategie attraverso le quali la proprietà può assicurarsi il suo tasso di rendimento. In questo contesto il principale metodo con il quale i flussi di capitali fluiscono nelle casse degli investitori sono i dividendi, che vengono decisi dai manager e ratificati dall'assemblea degli azionisti. È quindi evidente che rappresentano uno dei principali strumenti attraverso i quali si regolano i rapporti tra proprietari e amministratori.

Il principale problema tra azionisti e amministratori è la differenza di obiettivi: entrambi cercano di massimizzare il loro profitto, ma per i primi coincide con massimizzare la profittabilità dell'impresa, mentre per i secondi coincide con il massimizzare il suo valore. Questo disallineamento genera dei costi, detti d'agenzia, che gli azionisti devono sostenere per poter forzare i manager a massimizzare la profittabilità, in parte contro ai loro interessi. I problemi d'agenzia sono possibili perché i rapporti tra proprietà e amministrazione non possono essere perfettamente simmetrici a livello informativo e non possono essere completamente regolati.

Alla luce di queste due evidenze si è voluto cercare delineare il ruolo e l'importanza dei dividendi come strumento per disciplinare il comportamento dei manager, attraverso una survey di articoli, che offrono spunti interessanti in tal senso. Si cercherà di offrire un'analisi delle teorie e delle prove che portano a sostenere il ruolo attivo dei dividendi nel mitigare i conflitti d'agenzia verticali.

Nel caso di proprietà caratterizzate da un grande azionista, si generano forti problemi d'agenzia orizzontali, quindi tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. In questo caso i problemi d'agenzia non risiedono tanto nel disallineamento di obiettivi, quanto più nella paura dei piccoli azionisti di essere espropriati dai grandi. Come si vedrà anche questo tipo di dinamica genera dei costi che i dividendi possono aiutare a mitigare.

Per prima cosa si è cercato di fare un quadro generale sui dividendi e sulle variabili aziendali che ne determinano la distribuzione, tramite una survey su più articoli, in modo da avere un casistica per comprendere al meglio la natura e il funzionamento dei dividendi.

Successivamente si è cercato di capire come la politica dei dividendi influenza e viene influenzata rispetto ai problemi d'agenzia. Essendoci problemi d'agenzia di natura differente si è scelto di concentrarsi sui conflitti tra manager e azionisti in un primo capitolo ed in seguito sui conflitti d'agenzia tra azionisti di maggioranza o insider e azionisti di minoranza. Per entrambe le analisi si è valutato un quadro teorico e poi una survey di articoli diversi, in modo da fornire alcune delle idee più recenti sull'argomento.

Da questa survey emerge chiaramente che i dividendi hanno un ruolo importante nel mitigare sia i problemi d'agenzia tra manager e azionisti che tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. Una politica di dividendo più generosa si è osservata nei casi dove i conflitti d'agenzia si sono rivelati più elevati, ad indicare che i dividendi vengono usati come strumento dai managers e dagli azionisti di maggioranza per andare in contro agli interessi degli azionisti e degli azionisti di minoranza, riducendo così il potenziale conflitto.

3 – I DIVIDENDI

All'interno del complesso mondo della Corporate Governance e delle scelte aziendali, i dividendi sono un tema controverso sin dagli albori quando Modigliani e Miller nel loro articolo del 1961 concludono che la politica dei dividendi non contribuisce a creare valore aziendale, fatto che viene poi confutato da numerosi autori successivi.

In particolare si cercherà di dare prima un quadro generale sui dividendi ed il loro significato teorico, successivamente di delineare quali sono le variabili che la letteratura ha identificato come main driver per la politica di payout e le alternative ai dividendi.

3.1 – CARATTERISTICHE GENERALI

3.1.1 – Definizione

I dividendi sono l'ammontare complessivo degli utili da distribuire fra un certo numero di cointeressati, nel caso analizzato di aziende quotate si parla della quota che si attribuisce a ogni azione sugli utili dell'esercizio, quindi la politica dei dividendi tratta dell'insieme delle regole attraverso le quali il board distribuisce la ricchezza generata agli azionisti.

Dalla definizione consegue direttamente che lo scopo primario della distribuzione dei dividendi sia offrire agli investitori, abitualmente gli azionisti, un ritorno diretto e facilmente quantificabile sul capitale ceduto all'impresa.

La strategia dei dividendi è intrecciata con altre decisioni fondamentali di investimento e finanziamento di un'impresa e ha un impatto di vasta portata sulla massimizzazione del valore degli azionisti. Costituisce un'arma a doppio taglio infatti remunera gli azionisti fedeli ma riduce le risorse

interne all'azienda, e questo elemento genera un conflitto di interessi e un disallineamento di obiettivi tra managers e shareholders (che verrà approfondito nel punto 3.1.2).

Risulta quindi evidente in un'altra prospettiva che il dividendo sia, se ben studiato, anche uno strumento utile per ridurre i contrasti tra amministrazione e proprietà. In particolare gli azionisti tramite questo strumento possono controllare l'operato dei manager e questi ultimi possono segnalare in modo tangibile agli shareholders le loro intenzioni.

3.1.2 - Modelli

In linea con lo scopo principale della corporate governance di consentire un ambiente in cui il top management dell'organizzazione agisce nell'interesse dell'organizzazione e dei suoi stakeholder, mitigando così i costi di agenzia, il rebus della politica dei dividendi si sviluppa nel trovare l'ottimo che minimizza i costi d'agenzia e i costi di transazione (che verrà approfondito nel punto 3.1.3).

Questo problema però resta tuttora irrisolto ma si sono sviluppati diversi modelli con pregi e difetti che cercano di definire e sintetizzare le leggi dietro alla dividend policy. Un quadro chiaro è stato ben sintetizzato da Panigrahi e Zainuddin, 2015. Gli autori all'interno di questo studio cercano di riassumere e confrontare le principali diverse teorie in materia di dividendi, sempre partendo dal presupposto che le aziende che pagano i dividendi non sembrano avere una formula fissa per determinare i rapporti di distribuzione, ed evidenziando quindi che non esiste un modello assoluto. Le tre principali teorie identificate sono il modello Modigliani Miller, il modello Walter e il modello di Gordon o Bird-in-the-hand.

Modello Modigliani Miller

Questo modello è stato proposto per la prima volta da Miller e Modigliani, 1961. In sintesi emerge che dal punto di ritorno economico per l'investitore dividendi e utili sono indifferenti, e anzi che solo gli utili sono il risultato diretto della politica di investimento dell'azienda e possono determinare il

valore aziendale, e che quindi la politica di dividendo è ininfluyente; ne consegue che il costo del debito è uguale al costo del capitale, poiché il costo del capitale non è influenzato dalla leva finanziaria.

Si tratta di un modello popolare che crede nell'irrilevanza dei dividendi, tuttavia questa politica soffre di diverse limitazioni importanti e viene quindi criticata per quanto riguarda i suoi presupposti che risultano piuttosto restrittivi ed ideali. Non vi sono infatti costi di transazione o di emissione e vi è un'assenza di tassazione, ma sono presupposti impossibili nel mondo reale. Inoltre l'investitore non influenza il valore di mercato dell'azienda, non vi sono cambi nelle politiche di investimento aziendali, e non cambiano i rendimenti e i rischi dei futuri finanziamenti.

Modello di Walter

Questo modello assume un'importante rilevanza dei dividendi: questi infatti se distribuiti aumentano il valore di mercato dell'impresa. Il modello teorizza però che i dividendi possono essere trattenuti nell'azienda se vengono utilizzati per iniziative redditizie, cioè che aumentano i rendimenti futuri per gli azionisti. In questo modello diventano quindi cruciali il tasso di rendimento (r) e il costo del capitale (K_e), infatti se il tasso di rendimento è inferiore al costo del capitale, l'azienda deve distribuire gli utili sotto forma di dividendi, mentre se il tasso di rendimento è superiore al costo del capitale, l'azienda deve investire gli utili non distribuiti in iniziative redditizie.

Questo modello ha diverse assunzioni: tutti gli investimenti sono finanziati dall'azienda attraverso gli utili non distribuiti e non viene emesso nuovo capitale o debito, il tasso interno di rendimento (TIR) e il costo del capitale sono costanti, i rischi aziendali rimangono uguali per tutte le decisioni di investimento, l'utile per azione (Earning Per Share) e il dividendo per azione (Dividend Per Share) sono costanti, tutti gli utili dell'azienda vengono distribuiti come dividendi, l'azienda ha una vita molto lunga. Queste ipotesi sono però estremamente ideali ed irrealistiche, motivo per cui questa teoria è aspramente criticata.

Modello di Gordon o Bird-in-the-Hand

Questo modello è stato teorizzato da Gordon e Shapiro nel loro articolo del 1956 ma è ancora uno dei modelli matematici più diffusi per calcolare il valore di mercato dell'azienda a partire dalla politica di dividendo. È quindi evidente che questa teoria crede fermamente nell'importanza dei dividendi, infatti sostiene che il rendimento da dividendi sia una misura importante per il rendimento totale degli investitori azionari rispetto al tasso di crescita futuro dei dividendi.

Il modello ricava il valore dell'azienda a partire dal costo del capitale (k), dal tasso di crescita annuale atteso dell'azienda (g) e dal flusso perpetuo di dividendi futuri da pagare. Partendo da questi valori ricavano il prezzo per azione attuale P_0 .

La teoria di Gordon assume che l'azienda abbia debito nullo, che il capitale sia solo proprio e quindi non vi sono finanziamenti esterni ma solo utili trattenuti e che non vi siano imposte.

Dai dati e sotto queste assunzioni il modello indica che il valore di mercato delle azioni della società è la somma totale dei valori attuali di infiniti dividendi futuri da dichiarare, da cui ricavano la nota espressione

$$P_0 = \frac{D_0}{(k - g)}$$

Da queste conclusioni si può quindi desumere che se il tasso di crescita del rendimento è superiore al costo del capitale, gli azionisti trarranno maggiori benefici se la società reinveste i dividendi anziché distribuirli.

Ovviamente però anche questo modello presenta delle limitazioni che risiedono nelle sue assunzioni. In particolare lo studio presuppone un tasso interno di rendimento (IRR, Internal Rate of Return) e un costo del capitale (CoC, Cost of Capital) costanti, assunzione inesatta, dato che non prende in considerazione il costo del rischio.

Delle teorie analizzate quest'ultima risulta comunque la più idonea poiché determina il prezzo di mercato delle azioni e calcola efficacemente il costo del capitale prevedendo i dividendi. Un investitore quando acquista un titolo lo fa quindi per ottenere: sia dividendi che utili, oppure dividendi e oppure utili.

La teoria si chiama anche teoria Bird-in-the-Hand, poiché dal modello risulta che gli azionisti danno più valore ad un dividendo sicuro oggi piuttosto che un dividendo futuro incerto quindi valuteranno di più i dividendi attuali rispetto a quelli futuri, come sostengono ad esempio Garrett e Priestley nel loro articolo del 2012.

Dalle analisi empiriche risulta quindi questa, se pur non perfetta, la teoria più efficace per descrivere l'importanza dei dividendi per gli azionisti e come determinante del valore aziendale. Si deduce quindi che i dividendi non solo sono importanti all'interno dell'azienda ma che sono anche determinanti per gli azionisti, in quanto influenzano fortemente il ritorno economico di questi ultimi.

Modello di Lintner

Un altro modello che indirettamente aiuta a comprendere l'importanza dei dividendi è il modello di Lintner (1962). L'autore sostiene che i dirigenti mirano a mantenere un rapporto di distribuzione stabile nel lungo periodo, rendendo i dividendi rigidi e strettamente legati agli utili sostenibili, in modo da evitare shock, come emerge chiaramente dall'articolo *Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations* del 1962. Per arrivare a questa conclusione analizza il rapporto tra dividendi, utili, leva finanziaria e prezzi delle azioni, sviluppando un modello che spiega la dipendenza dei dividendi attuali sia dagli utili, ma anche dagli utili passati e dall'aspettativa sugli utili futuri. Inizialmente analizza due tipi di approcci riguardo ai dividendi: da un lato ovvero quello "degli utili puri" si sostiene che i valori azionari dipendono esclusivamente dagli utili e non dai dividendi, mentre il lato "dei dividendi" sostiene che il prezzo delle azioni dipende fortemente dai dividendi e soprattutto dalla loro distribuzione nel tempo.

Partendo da un modello idealizzato in cui trattenere gli utili o distribuirli è indifferente, Lintner (1962) rilassa le ipotesi che sostengono l'idealità e arriva a dimostrare che il prezzo corrente dipende dalla composizione finanziaria dell'equity, in particolare dipende dalla quantità di dividendo in contante corrente e futuro, e quindi che il prezzo di mercato è una funzione diretta della scelta (o aspettativa) della specifica sequenza temporale dei pagamenti dei dividendi da parte del board. Si evince quindi che la "teoria dei dividendi", secondo cui i prezzi sono uguali ai valori attuali dei flussi di cassa per l'investitore (cioè i dividendi in contante), rimane valida anche sotto condizioni completamente generalizzate, ed è quindi credibile, mentre la cosiddetta "teoria degli utili" è valida solo in condizioni di idealità. Una volta stabilita la dipendenza del prezzo di mercato dall'andamento temporale della distribuzione di dividendi si evince che le imprese tendono ad aggiustare i dividendi lentamente rispetto alle variazioni degli utili, in modo da evitare brusche oscillazioni che si rifletterebbero sul prezzo. La storia aziendale di pagamento dei dividendi è quindi rilevante perché determina le aspettative che ha il mercato sui livelli di distribuzione. Di conseguenza le aziende sono molto riluttanti a ridurre i dividendi, poiché il fatto sarebbe accolto negativamente dal mercato, e ritengono quindi molto più importante mantenere stabile il quantitativo di dividendi piuttosto che il tasso di payout sugli utili.

La rilevanza alle modifiche dei dividendi data dal mercato, quindi dagli azionisti, e dai manager di conseguenza, supporta l'idea che la dividend policy sia tutt'altro che indifferente e irrilevante all'interno della corporate governance.

3.2 – FATTORI DETERMINANTI PER LA POLITICA DI DIVIDENDO

Dopo aver dato un quadro generale del significato e dell'importanza dei dividendi, si cercherà ora di dare un quadro più chiaro di quali sono i main driver delle politiche di dividendo, che verranno poi considerati in relazione ai conflitti d'agenzia, e come influenzano le percentuali di payout all'interno dell'azienda.

3.2.1 – Dimensioni dell'azienda

Le dimensioni sono uno degli elementi distintivi dell'azienda e influenzano molte caratteristiche al suo interno. Un primo elemento è però quali caratteristiche meglio misurano la dimensione dell'azienda. Tutti gli studi analizzati riscontrano un legame logaritmico tra dividendi e dimensione dell'impresa, ma misurano questa grandezza in modi differenti.

Il modo più intuitivo e comune negli studi analizzati per valutare la dimensione dell'impresa è la quantità di ricavi che si ottiene dall'attività operativa, quindi il quantitativo di ricavi dalle vendite. Utilizzando questo indicatore Smith e Watts (1992) rilevano all'interno del loro studio che si, i dividendi, in valore sono legati positivamente al logaritmo naturale delle vendite nette, ma a livello di percentuale, quindi di politica, i dividendi non sono influenzati da questo parametro. Anche Barclay et al. nel loro articolo del 1995 includono il parametro dimensione dell'impresa del tipo logaritmo delle "real sales" e, analizzando più di 6700 aziende nell'arco di 30 anni, rilevano che impatta in modo significativamente sulla politica di dividendo (quindi sul tasso di dividendo). Anche la studiosa Ferreira White nel 1996, andando a studiare il rapporto tra dividendi e compenso dei manager, ha incluso il parametro della dimensione dell'impresa e ricavato una correlazione positiva tra questo indicatore e sia il tasso di dividendo che il dividendo in valore assoluto.

Un altro indicatore che può ben catturare la dimensione dell'azienda è il valore totale degli asset contabilizzato. Gaver e Gaver nel 1993 ripropongono uno studio sulla falsa riga di quello di Smith e Watts (1992) dell'anno precedente, ottenendo in generale risultati simili. Le conclusioni per quanto riguarda la dimensione dell'azienda non fanno eccezione, pur avendo usato un valore diverso, ovvero il "total asset book value" rilevano che a livello di tasso di dividendo non vi è correlazione significativa con il logaritmo naturale della dimensione.

Un terzo modo è andando a considerare come indicatore per la grandezza di un'impresa il suo valore complessivo di mercato, cioè il valore complessivo dell'azienda sul mercato, ottenuto sommando valore delle azioni e valore del debito. Questo tipo di misura è stato usato da Renneboog e

Trojanowski nel loro articolo, pubblicato nel 2011. In questo studio i professori analizzano la questione dividendi da un punto di vista diverso, vanno infatti a valutare le diverse caratteristiche dell'azienda per capire la probabilità che ci sia o meno payout, e come queste caratteristiche influenzano il tipo di payout (dividendi, riacquisto di azioni o un mix di entrambe). Dal loro studio emerge una correlazione significativamente positiva tra dimensione dell'azienda e probabilità di payout, ma sottolineano anche che nel tempo rilevano una crescita del payout in generale, ma, rispetto alla crescita dei dividendi, una crescita dei riacquisti decisamente maggiore, ad indicare che quest'ultimo metodo di payout sta diventando sempre più comune.

3.2.2 – Crescita attesa e opportunità d'investimento

Dalla letteratura si evidenzia una solida correlazione negativa tra crescita attesa e distribuzione di dividendi, come ad esempio nello studio di Ferreira White del 1996 o di Rozeff del 1982. Questa evidenza nasce dal fatto che i dividendi e il finanziamento di progetti interni sono due metodi alternativi di utilizzo del flusso di cassa generato dagli utili. Le aziende che hanno progetti validi tendono quindi a scegliere di finanziarli con capitali interni, evitando quindi di distribuire grandi quantità di risorse. Si preferisce il finanziamento interno a quello esterno, quindi rivolgersi al mercato, perché è il metodo più economico.

Un discorso analogo può essere sostenuto riguardo le opportunità d'investimento: le imprese con alte opportunità di investimento distribuiranno meno dividendi in favore di un reinvestimento delle risorse guadagnate dall'attività operativa nei progetti interni all'impresa. Per capire se un progetto è una reale opportunità di investimento si considera se il Rendimento del Capitale Investito del progetto (ROIC) sia maggiore del Costo del Capitale per finanziarlo (WACC), come sostengono Smith e Watts (1992). Una buona misura delle opportunità di investimento è quella scelta da Renneboog e Trojanowski (2014), ovvero il Q di Tobin. Questa misura cattura il costo necessario per sostituire gli asset dell'azienda sul mercato, in modo da comprendere se gli investitori sovrastimano o sottostimano

l'impresa. Un'azienda con Q alto ha asset considerati di alto valore per il mercato ed è quindi probabile che abbia buone opportunità d'investimento.

3.2.3 – Necessità di rifinanziamento del debito

Un altro fattore che influenza il tasso di distribuzione di dividendi è la pressione che il debito stipulato dall'impresa esercita sugli azionisti e sui manager. Nello specifico si rileva una debole correlazione negativa tra dividendi distribuiti e leva finanziaria, che permette di catturare la pressione debitoria normalizzandola alla dimensione dell'azienda.

Per spiegare questo fenomeno Smith e Watts, nella loro pubblicazione del 1992, nella quale studiano come le opportunità di crescita e investimento all'interno dell'impresa influenzino anche gli altri ambiti, sostengono che siano le opportunità di crescita ad influenzare la politica di dividendo e l'influenza del debito è una conseguenza di questo fatto. Rilevano infatti che le aziende con grandi opportunità di crescita hanno livelli di indebitamento decisamente più bassi perché il debito impone vincoli rigidi contrattuali, che limitano la flessibilità aziendale sui nuovi progetti, e perché avere dei creditori incentiva l'underinvestment degli azionisti, essendo questi ultimi successivi ai primi nell'ordine di priorità di rimborso in caso di procedura fallimentare. Le aziende con meno opportunità invece sono più stabili e prevedibili, non richiedendo quindi grande flessibilità, ricorrono più frequentemente al debito come fonte di finanziamento. Di conseguenza sostengono che non sia tanto il livello di indebitamento basso a ridurre i dividendi quanto più le opportunità di crescita alte che a questo livello si accompagnano.

Anche Michael S. Rozeff (1982) si occupa di questa relazione ma giunge a conclusioni diverse. Nel suo articolo sostiene che dividendi e leva finanziaria siano metodi alternativi per disciplinare il manager. I dividendi infatti riducono il capitale a disposizione per la libera iniziativa dell'amministratore vincolandolo al mercato per ottenere nuovi fondi (come si vedrà meglio nel

paragrafo 4.2.1 e 4.2.2), anche il debito alto, implicando un pagamento di tassi di interesse alti, riduce il flusso di liquidità a disposizione del manager, ma lo sottopone anche al vincolo di restituzione del credito, e quindi al controllo e pressione dei creditori. Essendo metodi alternativi per Rozeff (1982) è normale che siano legati da una correlazione negativa.

3.2.4 - Struttura proprietaria

Un altro elemento dell'impresa che esercita una forte influenza sulla dividend policy è la conformazione e il tipo di struttura proprietaria.

Potere degli insider

Un altro legame significativo è quello tra percentuale di azioni in mano agli insider e politica di dividendi. Sia Ferreira White (1996) che Rozeff (1982) rilevano una correlazione negativa tra presenza di insider e percentuale di utili distribuita come dividendi. Anche in questo caso la spiegazione trovata dagli autori è legata al discorso che si affronterà nei capitoli successivi, ovvero i dividendi come strumento per minimizzare i costi d'agenzia. Avere numerose quote in mano agli insider ovviamente riduce l'asimmetria informativa che vige tra proprietà e controllo, ed è quindi meno necessario ricorrere ai dividendi per ridurre il conflitto d'agenzia.

Numero di azionisti

Tra il numero di azionisti e la distribuzione di dividendi vi è una significativa correlazione positiva. La spiegazione principale a questa evidenza è secondo Rozeff (1982), da ricercarsi nel valore dei dividendi come strumento per ridurre i conflitti d'agenzia, come si discuterà in seguito. Più sono gli azionisti più è probabile che vi siano contrasti e disallineamenti di obiettivi riguardo le politiche dell'impresa, ecco allora che una remunerazione costante e ampia, soddisfa il desiderio di ritorno economico degli investitori, riducendo i contrasti.

Concentrazione proprietaria e grandi azionisti

Diversi studi analizzano e sostengono l'influenza della concentrazione proprietaria e del tipo di azionista di maggioranza nella dividend policy, aspetti che saranno approfonditi nel paragrafo 5.2.3, ma si possono fare alcune considerazioni preliminari. Sempre Rozeff nel suo articolo del 1982 rileva una correlazione positiva tra concentrazione proprietaria o presenza di grandi azionisti (di controllo) e dividendi. Anche in questo caso la spiegazione è da ricercarsi nella minimizzazione dei conflitti d'agenzia. Gli azionisti di controllo riescono ad influenzare le decisioni dell'amministrazione e quindi ad allineare maggiormente gli interessi dei manager con i loro, il che li porta a d avere tutto l'interesse a ridurre i costi d'agenzia il più possibile. Parallelamente gli azionisti di controllo vogliono ridurre il rischio di abusi da parte dei manager, e quindi cercare di togliere risorse da sotto il loro controllo. Questi due elementi fanno sì che si rilevi una correlazione positiva tra concentrazione proprietaria o presenza di azionisti di maggioranza e politica di dividendo.

Anche Mancinelli e Ozkan nel loro *Ownership structure and Dividend policy: Evidence from Italian firms* pubblicato nel 2006, affrontano questa tematica. In questo articolo esaminano, all'interno del mercato italiano, il legame tra politiche di dividendo e strutture proprietarie. In particolare notano che la concentrazione azionaria e la presenza di grandi azionisti (soprattutto quando gli azionisti di controllo sono familiari o istituzionali) tendono a ridurre il pagamento di dividendi, in quanto questi azionisti preferiscono mantenere il capitale all'interno dell'azienda per finanziare nuove opportunità di investimento, piuttosto che distribuire i guadagni sotto forma di dividendi. Notano però anche che le aziende con azionisti di controllo familiari o con una forte concentrazione di proprietà tendono a preferire politiche di dividendo più stabili e elevate nel lungo periodo, per mantenere la fiducia degli azionisti minoritari e ridurre i conflitti di agenzia. Quindi dalla loro analisi emerge che va fatta un'analisi più accurata sul tipo di azionista di maggioranza, infatti a prima vista sembra che la concentrazione azionaria potrebbe inizialmente portare a una minore distribuzione di dividendi per favorire il reinvestimento, ma in altri casi sembra portare a politiche di dividendo generose per

allineare gli interessi di tutti gli azionisti, riducendo così i conflitti tra azionisti di controllo e minoritari.

3.2.5 – Presenza di stock options nella remunerazione del manager

Un legame forte, che verrà approfondito nel paragrafo 5.2.4, è quello tra presenza di stock options negli schemi di remunerazione dei manager e politica di dividendo. Come spiegano George W. Fenn e Nellie Liang nel loro articolo del 2001 esiste una significativa relazione negativa tra stock options e tasso di dividendo. In questa pubblicazione gli autori vanno proprio ad analizzare come le stock options influenzino le politiche di payout nelle aziende. Questa relazione è facilmente spiegabile, partendo dal presupposto che le stock options aumentano valore con l'aumentare del prezzo delle azioni. I manager vogliono massimizzare il loro profitto, quindi cercheranno di mantenere alto il valore delle azioni in modo da estrarre più capitale possibile dalle stock options. I dividendi però tendono a far abbassare il prezzo delle azioni perché riducono la liquidità interna all'impresa, di conseguenza saranno un metodo di payout avverso ai manager che preferiranno utilizzare i riacquisti di azione che invece hanno l'effetto apposto sui pacchetti azionari rimanenti.

4 – CONFLITTO TRA MANAGER E AZIONISTI

Un primo ruolo fondamentale dei dividendi che viene evidenziato nella letteratura è quello di regolare e influenzare il rapporto verticale tra proprietà e amministrazione all'interno dell'impresa.

4.1 - QUADRO SUI PROBLEMI D'AGENZIA

4.1.1 – Quadro teorico

La corporate governance è quella branca di studio che si occupa di approfondire i modi con cui i fornitori finanziari delle aziende si assicurano il ritorno sul loro investimento (Shleifer e Vishny, 1997). Si occupa quindi di analizzare, studiare e mitigare i conflitti e le asimmetrie che si vengono a generare all'interno dell'impresa.

Uno dei problemi principali che la corporate governance si trova a dover affrontare all'interno dell'azienda è il disallineamento degli obiettivi tra le diverse forze agenti, come ben evidenziano sempre Shleifer e Vishny nel loro articolo del 1997. All'interno di questo studio si occupano di raccogliere e riorganizzare le ricerche principali in tema di corporate governance ed, in particolare, nella prima parte si occupano di tratteggiare la natura dei principali problemi che la corporate governance è chiamata a risolvere, cioè i problemi d'agenzia.

Questi problemi nascono dalla separazione all'interno della struttura aziendale di management e investitori, o in altri termini di controllo e proprietà. Gli amministratori hanno bisogno del capitale degli investitori per poter finanziare i loro progetti, fare così un uso produttivo delle risorse finanziarie e generare ritorno economico. Altresì gli investitori hanno bisogno degli amministratori per impiegare il loro capitale e così generare delle rendite dalle risorse investite. Questa dinamica genera un disallineamento di obiettivi che si approfondisce nel prossimo paragrafo.

I problemi d'agenzia traggono il loro fondamento teorico dall'approccio principale-agente che modella in maniera ottimale le dinamiche interne all'azienda. Questa teoria è stata studiata e pubblicata da Jensen e Meckling nel loro articolo "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" del 1976. In questo studio gli autori partendo dalle relazione principale - agente costruiscono un modello di struttura proprietaria in cui includono i costi d'agenzia come fattore determinante.

Il modello principale - agente è un contratto in base al quale una o più soggetti, detti principale o principali, obbligano un'altra persona, definita agente, a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente. Questo tipo di dinamica, fintanto che si parla dell'idealità dell'impresa neoclassica, dove ogni soggetto è ideale, non presenta nessun tipo di difetto: l'agente agisce seguendo perfettamente le direttive del principale.

Le criticità che si riscontrano nelle situazioni reali emergono quando si rilassano le ipotesi di idealità del modello.

In primo luogo l'azienda non è costituita da automi, anzi gli agenti sono individui pensanti che perseguono i propri obiettivi, a prescindere che questi ultimi siano o meno in linea con quelli del principale. In questo modo si va a distruggere l'ipotesi di razionalità assoluta e si passa al concetto più realistico di razionalità limitata, dove la differenza di obiettivi, unita ai limiti imposti dalle informazioni che possiede, ai limiti cognitivi della sua mente e alla quantità finita di tempo di cui dispone per prendere una decisione, ostacola la lucidità dell'agente.

La seconda ipotesi di idealità è costituita dalla simmetria informativa, cioè dall'assunzione che tutti gli attori hanno a disposizione tutte le informazioni in modo equo e trasparente. Ovviamente tutto questo è impossibile nel mondo reale, che anzi è caratterizzato da una asimmetria informativa in favore dell'agente: esso infatti quando viene assunto possiede la completezza di informazioni sulle sue competenze che può nascondere al principale per farsi assumere (selezione avversa), oppure può

non agire per il bene dell'azienda (quindi dei suoi azionisti) ma per il suo personale ritorno approfittando del monitoraggio parziale da parte del principale (azzardo morale).

4.1.2 – Visione contrapposta degli azionisti e degli amministratori

La struttura aziendale è ricca di conflitti generati dalla separazione di compiti e differenza di obiettivi. Si riscontra un conflitto tra azionisti, che vogliono massimizzare il ritorno economico sul loro investimento, e obbligazionisti, o più in generale creditori, che vogliono massimizzare la probabilità di rimborso del loro capitale. Vi è un conflitto tra azionisti insider, che quindi hanno accesso alle informazioni e possono fare free riding verso gli azionisti outsider, che hanno una visione parziale della situazione dell'impresa. Il conflitto più interessante al fine di questo studio è però quello tra azionisti, detentori dei diritti di proprietà, e managers, detentori del diritto di controllo, che assumono il ruolo di agenti e principali all'interno del medesimo modello.

Gli azionisti sono investitori ed imprenditori, quindi il loro scopo è trarre il maggior profitto dal "lavoro" del capitale che mettono in circolazione. Risulta quindi evidente che le determinanti per le loro decisioni siano il potenziale ritorno sull'investimento e la probabilità che questo ritorno si realizzi. Con queste premesse l'imprenditore compra le quote di una azienda perché si aspetta di avere un guadagno, e le sue decisioni all'interno dell'impresa saranno volte a massimizzare il suo ritorno economico. Questo profitto può essere ottenuto attraverso due canali principali: l'eventuale vendita delle azioni acquistate in precedenza e i dividendi. Ovviamente la vendita del proprio pacchetto azionario comporta l'uscita dal gioco quindi non è un canale abituale. La norma è costituita quindi dalla distribuzione dei dividendi. L'amministratore vorrà quindi che il manager massimizzi i profitti, in modo da creare una liquidità superflua con cui generare un flusso uscente di dividendi.

Il manager, così come l'azionista, persegue il ritorno economico. In quest'ambito, numerosi studi dimostrano che la determinante principale dello stipendio dell'amministratore è costituita dalla dimensione, in termini di valore, dell'azienda. Ad esempio i professori Sonenshine, Larson e Cauvel dell'American University nel 2016 hanno condotto uno studio chiamato *Determinants of CEO compensation: before and after the financial crisis* nel quale, attraverso i dati di 125 aziende americane nell'arco di 9 anni a cavallo della crisi del 2008 sono andati a studiare i fattori determinanti per il ritorno dei CEO. Dal loro studio emerge chiaramente che, sebbene la composizione percentuale dei tipi di compenso sia cambiata tra prima e dopo la crisi, la dimensione dell'azienda resta la variabile principale a determinare il quantitativo totale di ritorno per l'amministratore. Dallo stesso studio emerge però anche che, dopo la crisi, la sensibilità dei ritorni alle performance dell'azienda è sensibilmente aumentata.

In queste due brevi analisi emerge chiaramente il conflitto che soggiace al rapporto azionista – manager. Quest'ultimo vorrà che l'azienda generi più utile possibile, in modo che egli possa reinvestirlo nella maniera più proficua possibile: o estraendolo, tramite i dividendi, per reimmetterlo nel mercato, o finanziando progetti interni all'azienda ammesso che forniscano tassi di ritorno maggiori di quelli di mercato. Dal canto suo il manager ha in comune con l'azionista il fine di generare più utile possibile, ma ha tutto il vantaggio a trattenere più risorse e liquidità possibile all'interno dell'azienda, sia per aumentare il suo guadagno sia per aumentare la sua indipendenza.

4.1.3 – Teoria principale–agente applicata alla corporate governance

La teoria principale–agente fornisce un ottimo modello per comprendere la dinamica imprenditore o azionista (principale) e manager (agente), infatti riesce a sintetizzare bene il tipo di relazione che si viene a creare nella relazione tra proprietari e amministratori.

Una sintesi teorica di questa situazione la si può trovare nelle ipotesi del modello proposto da Robin Marris nel suo “The Economic Theory of Managerial Capitalism” del 1964. La dinamica duale di disallineamento di obiettivi tra finanziatori e amministratori è infatti modellizzabile con l’approccio principale – agente. Gli investitori sono rappresentati dal principale che cerca di forzare l’agente a fare i suoi interessi, senza però poterlo controllare completamente. Il management invece è come l’agente che dovrebbe fare quello che il principale desidera, ma, sapendo di non essere osservabile al 100%, può fare i suoi interessi invece di quelli richiesti.

Come abbiamo già visto il modello è basato su due presupposti, che si sovrappongono con due punti critici della relazione tra le parti, e che costituiscono la fonte del principale problema d’agenzia legato alla corporate governance.

Contratti

Il primo presupposto è il disallineamento di obiettivi tra le due parti. In questo caso, alla luce dell’analisi del paragrafo precedente non dovrebbero esserci più dubbi: sia gli azionisti che i manager perseguono il fine di appropriarsi della maggior quantità possibile di ricchezza con l’inconveniente che la massima estrazione di ricchezza per gli amministratori non coincide con la massima estrazione di ricchezza dei proprietari. Questo è possibile perché la formalizzazione del legame tra manager e shareholder è incompleta.

La relazione che lega management e imprenditori è formalizzata e definita tramite i contratti stipulati tra le parti dove si esplicita l’ammontare di fondi forniti dai finanziatori, l’utilizzo che ne intende fare il manager e come si dividono i ritorni e le perdite tra le due parti. In un modo ideale, come scrivono sempre Shleifer e Vishny (1997), non ci sarebbero problemi in quanto i contratti sarebbero perfetti e quindi espliciterebbero ogni possibile stato del mondo e il conseguente comportamento riguardo i profitti.

È però purtroppo lampante che nel caso reale questo è impossibile: i contratti non possono esprimere tutte le fattispecie possibili, quindi risultano sempre incompleti. Purtroppo questo problema non si potrebbe evitare nemmeno se il manager cercasse di accontentare in tutto e per tutto gli investitori. È quindi ovvio che il disallineamento tra le parti non si può evitare in nessun modo, si possono studiare però strategie che vadano a mitigarlo.

Azione non osservabile

Il secondo presupposto è l'asimmetria informativa, è evidente infatti che l'operato del manager, soprattutto in materia di scelte strategiche, non è completamente osservabile dagli shareholder. Risulta quindi pressoché impossibile per gli azionisti capire se il manager trattiene liquidità per buoni investimenti, come dovrebbe fare, o se la trattiene per suo tornaconto personale limitandosi ad investirla al di sotto del costo del capitale o in inefficienze organizzative. Si viene così a creare una dinamica di azzardo morale o azione nascosta in cui la libera iniziativa dell'amministratore – agente può andare a suo vantaggio e a danno dell'investitore – principale.

4.2 – RUOLO DEI DIVIDENDI NEL RAPPORTO TRA MANAGER E AZIONISTI

4.2.1 – I problemi e i costi d'agenzia

Come si è visto nei paragrafi precedenti esiste un disallineamento di obiettivi tra azionisti e manager, e l'operato di questi ultimi non può essere controllato completamente, generando una possibilità di azzardo morale. L'inevitabile conseguenza di queste premesse è che l'amministratore assumerà un comportamento di free-riding e quindi perseguirà i suoi scopi cercando di massimizzare il suo profitto. Questo ovviamente genera per i proprietari un problema d'agenzia, cioè la perdita di una parte del loro ritorno a vantaggio di un aumento di ritorno per il manager, che quindi riesce tramite il suo vantaggio informativo ad appropriarsi di un guadagno, detto rendita informativa.

Gli azionisti ovviamente hanno tutto il vantaggio a minimizzare i problemi d'agenzia in modo da ridurre la rendita informativa del manager. Per ottenere questo scopo i proprietari sono disposti ad assumersi dei costi aggiuntivi che al netto generino un ritorno maggiore, questo tipo di costi è definito costo d'agenzia.

Il primo e più intuitivo costo d'agenzia è il costo di monitoring, cioè di controllo sull'operato dell'amministratore. Per ridurre il free-riding di quest'ultimo, all'interno del consiglio di amministrazione, gli azionisti assumono degli esperti che, avendo accesso a tutte le informazioni, possano valutare e controllare la bontà dell'operato dell'amministrazione. Queste figure, dette amministratori indipendenti, dovrebbero essere quindi ben informate in modo da fare monitoring e mettere pressione sul manager, ma in realtà hanno a disposizione poche informazioni e sono spesso soggetti a riconferma, riducendo il loro incentivo al controllo.

Il secondo principale costo d'agenzia è quello di bonding, ovvero di incentivazione. Un efficace metodo per ridurre il disallineamento è creare un incentivo come ritorno per il raggiungimento di determinati obiettivi. In questo caso si cerca di generare un desiderio di auto disciplinamento per il manager in modo che si comporti nel modo desiderato senza forzature esterne.

Gli azionisti sostengono questi costi poiché, come emerge dal lavoro di Laffont J.J. e Martimort D. (2001) nel loro libro *The Theory of Incentives: the Principal-Agent model*, il guadagno netto per i proprietari è maggiore nel caso di manager disciplinati (al netto quindi dei costi d'agenzia) rispetto al caso di manager non disciplinati. Per massimizzare il proprio profitto quindi gli shareholder sono costretti a lasciare una parte, la rendita informativa, ai manager.

4.2.2 – I dividendi come strumento per ridurre i costi d'agenzia

Nel quadro che si è delineato emerge piuttosto chiaramente la necessità per gli azionisti di sostenere dei costi d'agenzia, ma, per ottimizzare il ritorno economico, è altrettanto chiaro che questi costi vadano minimizzati, quindi limitati il più possibile, pur mantenendo la loro efficacia.

Uno dei principali strumenti che lega l'amministrazione ai proprietari è proprio il meccanismo di remunerazione di questi ultimi, quindi, essendo un elemento cardine della relazione alla base della corporate governance, è impensabile che non abbia un ruolo chiave nella regolamentazione del conflittuale rapporto principale – agente.

Partendo da questa riflessione il professor Michael Rozeff, nel suo articolo del 1982, studia il rapporto tra dividendi e costi d'agenzia. Come si è scritto poc'anzi l'azionista vuole minimizzare i costi d'agenzia, mentre, sostiene l'autore, il manager vuole minimizzare i costi di transazione, cioè tutti quei costi legati all'incompletezza contrattuale, e che in parte diminuiscono il suo ritorno. Dall'articolo emerge che il livello ottimo di dividendo è quello che minimizza questi due costi. Accanto a questa importante conclusione Rozeff (1982) arriva a dimostrare che i dividendi, se ben gestiti, costituiscono un importante strumento per ridurre i costi d'agenzia. I dividendi infatti sottraggono risorse dalla gestione diretta del manager, che per finanziare nuovi progetti dovrà rivolgersi al mercato interno, quindi ai proprietari, o al mercato esterno. Una richiesta di capitali porta più facilmente ad un controllo da parte dei finanziatori, soprattutto nei casi di fornitori di capitali esterni, che cercheranno in ogni modo di garantire il loro investimento. Questo comporterà quindi un minore controllo nel tempo, e quindi un minor costo, in quanto le risorse con cui può agire l'amministratore sono limitate. D'altra parte però il tasso di distribuzione dei dividendi deve lasciare al manager sufficienti risorse per finanziare i progetti redditizi (con un tasso di ritorno maggiore di quello di mercato), che nel caso dovesse ricorrere al mercato genererebbe maggiori costi di transazione (contrattuali sul debito ad esempio) e un conseguente ritorno minore per l'azienda.

Un importante conferma del ruolo fondamentale dei dividendi nella riduzione dei costi di agenzia emerge dallo studio di Smith and Watts del 1992. All'interno del loro articolo, nel quale studiano la variazione del tasso di dividendo rispetto alle caratteristiche dell'impresa, con un occhio particolare alla presenza o meno di opportunità d'investimento, documentano che le imprese con costi d'agenzia più alti, e quindi con minori opportunità di crescita, distribuiscono percentuali di dividendo più alte. La loro spiegazione è che questo viene fatto per contenere il più possibile i già alti costi d'agenzia, in linea con quanto visto.

Un altro punto di vista interessante a sostegno della tesi per la quale i costi d'agenzia verticali sono contenuti dai dividendi lo fornisce lo studio di Kenneth Borokhovic et al., pubblicato nel 2005. Partendo da un'evidenza riscontrata sul mercato, ovvero che gli annunci di aumento di dividendi fanno aumentare il prezzo di mercato delle azioni, cercano di indagarne le cause. Dall'analisi i dati confermano la teoria dei costi d'agenzia, quindi che distribuire più dividendi vincola l'operato del manager, riducendo le risorse sotto il suo effettivo controllo e la sua indipendenza, costringendolo a rivolgersi al mercato per finanziare i nuovi progetti, dove è sottoposto a maggiori controlli. Ridurre le risorse sotto il suo effettivo controllo riduce anche il rischio che i flussi di cassa vengano utilizzati per progetti che avvantaggino il manager a discapito dell'azienda. Queste evidenze riducono i costi d'agenzia e quindi fanno incrementare il prezzo dell'impresa sul mercato.

Per verificare questo legame gli autori scelgono l'indipendenza del consiglio di amministrazione come misura dei costi d'agenzia verticali e verificano il legame con l'andamento dei prezzi di mercato, analizzato tramite il (CAR) rendimento anomalo cumulato nell'intorno degli annunci. L'indipendenza del consiglio di amministrazione indica il rigore con cui il consiglio monitora l'operato del manager, e quindi più è alto il grado di indipendenza dei consigli più i costi d'agenzia sono bassi. Da una valutazione preliminare si evidenzia che in media la metà dei direttori è fortemente indipendente (cioè senza nessun legame di intessere o economico con l'impresa). Dalla regressione risulta che il CAR medio per le aziende indipendenti è 0.56%, mentre per le aziende meno

indipendenti è del 2.24%. Questa differenza di oltre 1.5 punti percentuali conferma l'ipotesi che i dividendi riducono i costi d'agenzia, ottenendo reazioni decisamente più positive dal mercato nei casi dove tali costi sono più rilevanti.

L'articolo supporta quindi la tesi dell'utilità dei dividendi nel ridurre i costi d'agenzia tra management e azionisti, infatti nelle aziende con i consigli d'amministrazione più indipendenti, quindi aziende più controllate e con conseguenti costi d'agenzia più bassi si rileva una minore reazione del mercato all'annuncio di aumenti di dividendi.

In parallelo nell'articolo si esegue un'analisi analoga sulla presenza o meno di poison pills, come altra misura dei costi d'agenzia. La presenza di poison pills nello statuto societario infatti riduce sensibilmente l'efficacia del mercato come strumento per disciplinare i manager tramite acquisizioni da parte di capitali esterni, quindi possono essere un indicatore dell'efficienza di mercato del controllo societario. Dalla regressione si ha il sorprendente risultato che il Car non sembra correlato alla presenza o meno di poison pills, a segnalare che il mercato non percepisce i dividendi come uno strumento efficace per compensare la minore disciplina del mercato del controllo.

4.2.3 – Manager e struttura proprietaria

Come si è visto nel paragrafo precedente i manager possono influenzare pesantemente le politiche di payout e non hanno interesse, se non forzati, ad incentivare le suddette politiche. L'uscita di liquidità dall'impresa, tramite i dividendi o altri mezzi come i riacquisti di azioni, riduce l'indipendenza degli amministratori, costringendoli a doversi rivolgere al mercato finanziario o agli azionisti esistenti per reperire capitale per finanziare nuovi progetti, dovendo quindi anche giustificare le loro scelte riducendo l'asimmetria informativa. La distribuzione di capitale riduce anche l'opportunità per gli amministratori di sfruttare l'asimmetria informativa e la mancanza di controllo in favore del proprio

ritorno economico, tramite sovrainvestimenti non utili per lo sviluppo dell'impresa ma che incrementano l'income del manager.

Nel caso del conflitto verticale tra manager e shareholder la presenza di blockholder, quindi grandi azionisti, con forti incentivi al monitoraggio (in quanto i loro costi di monitoraggio sono inferiori ai costi d'agenzia che dovrebbero sostenere senza controllo), genera due effetti contrapposti. Da un lato vi è l'effetto agenzia, quindi si dovrebbe riscontrare una riduzione dei dividendi distribuiti legati alla presenza di grossi blocchi di capitali esterni. Dall'altro lato, come ben spiega Borokhovic (2005), vi è l'effetto clientela, quindi una preferenza da parte degli azionisti ad avere il capitale sotto il proprio controllo e poterlo diversificare, il che si traduce in una preferenza per le azioni ad alto rendimento.

Nello studio del 2005 di Borokhovich et al., la presenza di blockholder è particolarmente rilevante, infatti negli Stati Uniti questo tipo di partecipazione è particolarmente vantaggioso dal punto di vista fiscale. Dalla loro analisi emerge una correlazione positiva molto significativa (10%) tra dividendi distribuiti e presenza di azionisti di blocco, il che fornisce forte supporto per affermare una prevalenza dell'effetto clientela rispetto all'effetto agenzia.

Anche Michaely e Roberts nel loro *Dividend smoothing, agency cost, and information asymmetry: lessons from the Dividend Policies of private firms*, pubblicato nel 2006, sostengono che la politica di dividendo influenzi i costi d'agenzia verticali. In questo studio legano le strutture proprietarie ai problemi d'agenzia e quindi alle politiche di dividendo.

Analizzando un campione di aziende quotate lo dividono secondo struttura proprietaria e conseguente presenza di problemi d'agenzia: le "wholly owned" sono società private con pochi azionisti e quindi una quasi totalità di questi problemi poiché gli azionisti sono coinvolti direttamente nella gestione aziendale; le "private dispersed" sono società private con un numero significativo di azionisti esterni e, come problemi d'agenzia occupano l'estremo opposto rispetto alle precedenti infatti sono caratterizzate da importanti problemi d'agenzia a causa dell'elevata opacità informativa, dei forti conflitti d'agenzia e della scarsa tutela degli azionisti contro eventuali abusi manageriali; in ultimo vi

sono le “public” ovvero le società quotate in borsa, che dal punto di vista di costi d’agenzia si collocano in una situazione intermedia, quindi, pur avendo una proprietà relativamente dispersa, beneficia di strutture istituzionali e regolatorie che migliorano la trasparenza e rafforzano i diritti degli investitori.

Gli autori per quanto riguarda i problemi d’agenzia verticali, ed in linea con queste definizioni, ipotizzano che i dividendi possano ridurli, limitando il controllo dei manager sulle risorse finanziarie, rendendo più difficile l’esproprio, che dipende dall’allineamento degli incentivi tra dirigenti e azionisti, e dalla capacità degli azionisti di osservare e agire contro eventuali espropriazioni. Il riscontro per l’effetto agenzia quindi dovrebbe rilevare dividendi più generosi ove i problemi d’agenzia sono più rilevanti, in ordine decrescente “private dispersed”, “public” e “wholly owned”. Dai dati risulta un tasso di distribuzione medio dei dividendi rispettivamente di 16.9%, 28.9%, 25.2%. In questo caso quindi risulta evidente la prevalenza dell’effetto clientela per le “wholly owned” che presentano gli azionisti con la governance più forte, mentre per le “public” prevale l’effetto agenzia, in virtù delle maggiori tutele che offre il mercato per gli azionisti. Dove invece sono deboli la governance e gli azionisti sono poco tutelati, cioè nelle “private dispersed”, si riscontrano dividendi più bassi.

4.2.4 – Manager e politiche di payout

Nel processo di distribuzione dei dividendi il management ha un ruolo centrale. Come ben spiega Berzins nel suo studio, il manager propone il tasso di payout e la modalità in sede di consiglio, successivamente il consiglio di amministrazione approva la proposta, che poi viene presentata all’assemblea degli azionisti. Gli azionisti riuniti votano e possono confermare la proposta o ridurre la quantità di payout della proposta. Il manager quindi decide la formula di payout e il tetto massimo erogabile.

Una forte conferma di questa importanza è fornita dall'importante studio di Geiler e Renneboog (2014). Gli autori analizzano all'interno del mercato britannico, in una finestra compresa tra il 1996 e il 2007, le tipologie di payout (dividendi, riacquisti di azioni, o un mix di entrambe) e le variabili che possono influire su questa scelta. I dividendi vengono distribuiti dagli utili e riducono il patrimonio netto degli azionisti, mentre i riacquisti riducono sia la liquidità sia il numero di azioni in circolazione, aumentando il rapporto di indebitamento, quindi in un mercato perfetto sarebbero perfetti sostituti. Nel mercato imperfetto reale questa cosa non avviene: i riacquisti offrono più flessibilità in termini di quantità e tempistiche ma sono finanziati da surplus temporanei, mentre i dividendi dal costante flusso di utili. Per ridurre i conflitti d'agenzia verticali i manager vengono resi azionisti, ma l'aumento di guadagno dal lavoro (stipendio, compensi, bonus) può essere maggiore di quello da payout (compenso basato su azioni) ottenendo l'effetto opposto a quello sperato.

Gli autori ipotizzano quindi che i manager preferiscano una distribuzione tramite il riacquisto di azioni (i riacquisti tendono ad aumentare il prezzo delle azioni, poiché segnalano una possibile svalutazione) o nessun payout (il capitale resta sotto il loro controllo e aumenta la remunerazione da lavoro) piuttosto che una distribuzione di dividendi (che riducono il valore delle stock option, spesso non protette dai dividendi, in possesso dei CEO e quindi riducono la componente di retribuzione basata sulle equity del manager). In linea con questa ipotesi si rileva una correlazione negativa significativa tra stock options e dividendi, infatti ad un aumento del 50% nelle stock options corrisponde una diminuzione dell'11% di distribuire dividendi. Un'altra evidenza che si rileva è che il compenso totale del manager è correlato positivamente con il payout totale, mentre se si analizzano le componenti retributive singolarmente tra la quantità di stock options in suo possesso e il payout totale vi è una correlazione negativa. Tutto questo supporta la tesi per cui i CEO preferiscono nessun payout piuttosto che distribuire dividendi. Dall'articolo emerge quindi chiaramente che l'amministratore tende a preferire o solo i riacquisti o almeno un mix dei due canali.

4.2.5 – Dividendi e teorie di segnalazione

La teoria dei dividendi come strumento per ridurre e mitigare i conflitti d'agenzia non è l'unica possibile per spiegare le evidenze che si rilevano riguardo ai dividendi.

La principale teoria alternativa è detta "teoria di segnalazione". Secondo i sostenitori di questa idea i manager utilizzano i dividendi per segnalare al mercato informazioni riguardo l'andamento futuro dell'impresa. La distribuzione di più dividendi indica quindi una aspettativa, da parte dell'amministrazione, di crescita per l'azienda, e così facendo riduce l'asimmetria informativa verticale, cioè quella tra proprietà e controllo. I costi d'agenzia sono incrementati dall'asimmetria informativa, ridurla riduce di conseguenza i costi d'agenzia che gravano sul finanziamento esterno. Il segnalare al mercato prospettive future rosee per l'azienda ha quindi lo scopo di reperire più facilmente liquidità e nuovi capitali per finanziare progetti futuri profittevoli per l'impresa.

La teoria di segnalazione sostiene quindi che i manager decidono di distribuire dividendi più elevati per segnalare al mercato finanziario di avere dei progetti profittevoli da finanziare che genereranno flussi di utili e dividendi futuri. Un'importante studio a sostegno di questa tesi è quello scritto da Bhattacharya nel 1979. Il suo modello, assumendo l'asimmetria informativa e partendo da un regime di tassazione maggiore per il reddito ordinario e minore per le plusvalenze, in modo da generare un costo per la segnalazione, dimostra che i dividendi sono utilizzati come strumento per segnalare la qualità futura degli asset disponibili all'interno dell'impresa, nonostante lo svantaggio fiscale. Tramite un'analisi marginale per un nuovo progetto di cui il manager è l'unico a conoscere la distribuzione del flusso di cassa futuro emerge che la condizione necessaria affinché esista un equilibrio di segnalazione è che il costo marginale di segnalazione sia strettamente negativamente correlato con il flusso di cassa medio futuro.

Dal modello emerge anche che affinché rimanga in equilibrio la funzione di segnalazione di mercato, le aspettative degli investitori sul flusso di dividendi attesi deve essere rispettato. Il manager quindi cercherà di mantenere i dividendi stabili ad ogni costo, in modo da evitare reazioni negative da parte

del mercato. Si rileva anche una correlazione negativa tra equilibrio di segnalazione e aliquota fiscale, questo perché un regime di tassazione alto aumenta i costi di segnalazione, e tra equilibrio di segnalazione e tasso di interesse, questo perché il tasso di interesse alto rende più costoso l'accedere al mercato dei capitali. Ovviamente se il tasso di interesse è troppo alto l'impresa preferirà trattenere gli utili piuttosto che distribuire i dividendi poiché il costo del finanziamento, unito a quello di segnalazione, diventano troppo onerosi.

Il rischio in cui potrebbe incorrere un manager è però l'eccessiva sicurezza nei suoi progetti e quindi distribuire dividendi eccessivi, promettendo flussi di cassa troppo elevati da mantenere. In questo senso il professor Borokhovich (2005) rassicura che la scelta in materia di dividendi è attentamente ponderata da parte del manager. Sempre nel suo studio del 2005 infatti esclude che i dividendi riflettano un eccessivo ottimismo da parte degli amministratori. Infatti i dividendi alti potrebbero riflettere anche un eccessivo ottimismo e, in questo caso, si riscontrerebbero reazioni più positive da parte del mercato agli annunci di aumento di dividendo nelle aziende con monitoraggi più efficaci e consigli di amministrazione più indipendenti, ovvero quelle aziende dove gli alti livelli di payout sono ben motivati e non rischiano di impoverire l'impresa senza segnalare una reale opportunità di crescita. La differenza significativa di 1.68 punti percentuali in favore delle aziende con meno monitoraggio e consigli meno indipendenti non lascia però spazio a dubbi: i dividendi non riflettono l'ottimismo dei manager, resta però valida la spiegazione già analizzata della riduzione dei conflitti d'agenzia.

Non tutti gli studi sono però concordi con questa teoria. Nell'articolo *Payout policy* pubblicato nel 2002, Franklin Allen e Roni Michaely raccolgono diverse evidenze empiriche in questo senso. Per prima cosa non rilevano correlazioni significative tra dividendi più elevati e flussi di cassa superiori alle attese nei periodi successivi, il che implica che non vi è un legame stabile tra payout oggi e futuri utili distribuiti. Per quanto i riacquisti siano ancora poco usati si possono già fare alcune considerazioni: gli autori rilevano una sostanziale stabilità nel tasso di payout ma una riduzione

dell'uso dei dividendi in favore dei riacquisti, questi sono uno strumento più flessibile e meno vincolante dal punto di vista finanziario, quindi meno indicato per segnalare la stabilità dell'azienda, ma più pratico se si vuole ridurre il conflitto con i manager.

Un'ulteriore evidenza sta nel fatto che la teoria del signaling suggerisce che solo le aziende finanziariamente solide possono permettersi di pagare dividendi elevati senza rischiare problemi di liquidità, ma le imprese possono mantenere i dividendi ed indebitarsi o ridurre gli investimenti creando ancora più asimmetria informativa. Alla luce di queste prove empiriche Allen e Michaely (2002) sostengono che la politica di dividendo non ha valore informativo inteso come segnalazione per il mercato di futuri flussi di cassa, ma che piuttosto è utilizzata come strumento per ridurre il sovrainvestimento potenziale da parte del manager, riducendo così i costi e conflitti d'agenzia tra quest'ultimo e gli azionisti.

4.3 – SINTESI

Dalla letteratura emerge chiaramente un forte problema d'agenzia insito nella corporate governance delle aziende. La proprietà e l'amministrazione sono i due attori in gioco che cercano razionalmente di massimizzare il proprio profitto, che come si è visto non coincide: i primi vogliono massimizzare la profittabilità dell'azienda e quindi la ricchezza estraibile, mentre i secondi vogliono massimizzare la dimensione dell'azienda e quindi il proprio salario. Questo tipo di dinamica sarebbe assente in un mercato ideale perfetto perché gli azionisti potrebbero controllare perfettamente l'operato dei manager e quindi forzare completamente la propria volontà sul management. Il mercato reale è però imperfetto e caratterizzato da due fenomeni che rendono impossibile tutto ciò. Da un lato vi è l'asimmetria informativa, quindi l'impossibilità da parte degli azionisti di controllare l'operato del manager e la bontà dei progetti che propone, dall'altro vi è l'incompletezza contrattuale che, non potendo coprire tutte le fattispecie, rende impossibile l'annullamento del disallineamento di obiettivi tra le parti.

In questo quadro si identifica chiaramente come possibile soluzione l'utilizzo dei dividendi. I manager dovrebbero trattenere gli utili necessari a finanziare i nuovi progetti che aumentano la profittabilità dell'azienda e distribuire i flussi di cassa in eccesso agli azionisti. Il rischio di opportunismo da parte degli amministratori è però alto, per aumentare il loro income potrebbero sovrainvestire in progetti scadenti pur di trattenere flussi di cassa nell'impresa e quindi sotto il proprio controllo, aumentando anche la propria indipendenza. In questo senso i dividendi sono uno strumento che riduce il costo del monitoraggio e quindi i costi e problemi d'agenzia verticali, infatti la distribuzione degli utili riduce il capitale nelle mani degli amministratori che quindi avranno meno opportunità di sovrainvestire e saranno meno indipendenti, nel senso che per finanziare i progetti dovranno ricorrere agli azionisti esistenti o al mercato, dovendosi quindi giustificare e convincerli della bontà della propria scelta per ottenere nuovi capitali, riducendo così l'asimmetria informativa.

In questo senso più che la presenza o meno di problemi d'agenzia nella struttura proprietaria è cruciale la forza della governance che gli azionisti possono sfruttare. I manager sono infatti restii a distribuire capitali, se non percepiscono un qualche tipo di pressione interno. Si evince infatti dalle prove raccolte che dove si riscontrano azionisti di blocco, quindi con un forte incentivo al monitoraggio e possibilità di condizionare l'operato del manager, si ha una distribuzione più alta di dividendi rispetto alle aziende a proprietà diffusa, dove gli azionisti hanno poco potere e incentivo al monitoraggio, avendo in gioco pochi capitali e quindi pochi diritti di voto. In tal senso anche la pressione regolamentare aiuta, infatti le aziende quotate presentano tassi di dividendo più alti rispetto alle aziende a proprietà diffusa privata, ma meno delle aziende con forti blocchi di capitale.

La forza del manager all'interno delle decisioni di payout non si limita al tasso ma anche alla formula. Risulta evidente dagli studi che il manager, se dispone di stock options (in generale non protette contro i dividendi), preferisce distribuire tramite riacquisti di azioni o non distribuire, andando ad inasprire il conflitto verticale, piuttosto che distribuire dividendi, che andrebbero a danneggiare il suo tornaconto personale.

Esiste anche una teoria più controversa sul valore dei dividendi per l'amministrazione, ovvero la teoria del signaling. Questa teoria sostiene che i manager utilizzino i dividendi per segnalare la bontà dei progetti esistenti all'interno dell'impresa, così facendo ridurre l'asimmetria informativa e ottenere capitali più facilmente. Le evidenze in tal senso però non sono concordi, lasciando pensare che questa spiegazione sia comunque più debole della teoria d'agenzia.

5 – CONFLITTO TRA AZIONISTI

5.1 – PROBLEMI D’AGENZIA TRA SHAREHOLDER

Il problema principale d’agenzia all’interno dell’impresa resta il conflitto verticale tra manager e azionisti, ma vi è anche un'altra fonte di conflitti rilevante per la governance e per i dividendi, ovvero quella tra azionisti, che viene detto conflitto d’agenzia orizzontale.

Condizione necessaria affinché questo tipo di problematica sia rilevante è che l’impresa abbia una proprietà concentrata, ovvero che vi sia la presenza di uno o più azionisti di maggioranza, cioè con partecipazioni tali da poter influenzare attivamente e direttamente le decisioni aziendali. In contrapposizione si viene a creare un gruppo di azionisti detto azionisti di minoranza, che subisce le decisioni dei primi in modo passivo, o comunque avendo come unica soluzione la vendita delle partecipazioni e l’abbandono dell’impresa.

Il problema anche in questo caso ha origine in un disallineamento di obiettivi e in una possibilità di azione nascosta. Gli azionisti di maggioranza sono definiti tali perché possono influenzare l’operato dell’amministrazione, quindi CEO e consiglio di amministrazione. Ovviamente tutti gli azionisti sono imprenditori e quindi mettono a “lavoro” il loro capitale e si aspettano di avere in cambio il maggior ritorno economico possibile. La differenza sta nel fatto che gli azionisti di maggioranza possono forzare il management ad operare in modo da espropriare gli azionisti di minoranza di parte del loro ritorno economico dovuto.

Le principali cause dei problemi d’agenzia orizzontali sono da ricercarsi nei modi in cui gli azionisti di maggioranza possono espropriare quelli di minoranza. In primis la discrezionalità del controllo, ovvero la capacità di controllare l’amministrazione e quindi le decisioni strategiche, con le quali favorire i propri interessi a discapito della società o degli azionisti di minoranza. Un’altra decisione che può essere forzata per danneggiare i piccoli azionisti riguarda il tentativo di diluire la loro quota,

facendogli perdere ulteriore potere, ad esempio con aumenti di capitale che li escludono o fusioni e acquisizioni con altre imprese che creano per loro condizioni sfavorevoli. Gli azionisti di maggioranza possono anche utilizzare la loro influenza per limitare la trasparenza e aumentare l'asimmetria informativa verso gli azionisti di minoranza in modo da ridurre la loro capacità di monitoraggio delle operazioni aziendali. L'azione più rilevante per la nostra analisi è però la facoltà di modificare i flussi di cassa in modo da avvantaggiare loro stessi ed espropriare i piccoli azionisti. I flussi di cassa generati dagli utili e poi distribuiti sono la principale fonte di remunerazione che gli azionisti ricavano dal loro investimento, gli azionisti di maggioranza possono però, secondo loro convenienza, farli ridurre in modo da mantenere capitali all'interno dell'impresa o farne distribuire una quantità eccessiva fino a ridurre dannosamente la liquidità aziendale.

Tutte queste cause concorrono alle conseguenze negative dei problemi d'agenzia che l'impresa deve affrontare. Il problema principale delle aziende con scarsa tutela per gli azionisti di minoranza e quindi un forte problema d'agenzia orizzontale riguarda il finanziamento. Da un lato i piccoli investitori presenti non hanno nessun incentivo ad aumentare la loro partecipazione azionaria e dall'altro il mercato percepisce come rischioso l'investimento perché non si sente tutelato. Questa diffidenza genera un costo d'agenzia che si manifesta come incremento dei costi del capitale, infatti l'azienda dovrà offrire rendimenti molto più elevati al mercato per reperire nuovi capitali con cui finanziarsi, mettendo a rischio il buon funzionamento della stessa.

Va anche considerato che ad aggravare ulteriormente i rischi di esproprio a carico dei piccoli azionisti vi è il rapporto tra management e azionisti di maggioranza. Frequentemente le aziende che presentano azionisti di maggioranza nella loro struttura proprietaria, presentano legami diretti tra il gruppo di controllo e l'amministratore delegato o i principali direttori. Il caso più comune che porta a questo tipo di configurazione è l'impresa sotto il controllo del fondatore: egli detiene la maggior parte del capitale, essendo l'azionista fondatore, ma è anche l'amministratore delegato e quindi il responsabile della parte gestoria dell'impresa. Un altro caso che deriva direttamente da questo è la situazione di

azienda a controllo e gestione familiare: in questo caso il manager è un membro della famiglia che detiene il blocco di controllo, ricopre quindi anche in questo caso il doppio ruolo di amministratore e di azionista di maggioranza. Queste configurazioni portano a problemi d'agenzia e conseguenti costi d'agenzia estremamente rilevanti, specialmente nel caso di imprese private e non quotate, che presentano quindi anche una bassa tutela legale degli azionisti di minoranza.

5.2 – RUOLO DEI DIVIDENDI NEL RAPPORTO TRA AZIONISTI

5.2.1 – I dividendi come strumenti per ridurre il conflitto

Come per ogni problema d'agenzia la corporate governance ha studiato diversi metodi per mitigare i conflitti orizzontali di questo tipo. Le soluzioni trovate riguardano in primis la regolamentazione legale e quindi leggi che tutelano gli azionisti di minoranza, ma anche il ridurre l'asimmetria informativa consentendo l'accesso ai dati interni a tutti gli azionisti e quindi garantendo loro il diritto informativo. Ovviamente anche il monitoraggio aiuta in questo senso e quindi un uso maggiore di direttori indipendenti all'interno del board garantisce più controllo e tutele.

A fianco di questi metodi più standard si pone la questione dei dividendi. Come per il caso dei conflitti d'agenzia verticale, i dividendi costituiscono un elemento chiave, essenziale e fondante dei rapporti tra impresa e azionisti, ed è quindi impensabile che non abbiano una qualche influenza nel regolare la corporate governance. I dividendi rappresentano il principale canale di remunerazione dall'investimento fatto per gli azionisti, di conseguenza costituiscono uno degli strumenti che si possono usare per migliorare o peggiorare il rapporto tra azionisti.

Uno dei primi studi a sostenere che un'elevata distribuzione di dividendi possa mitigare il problema di agenzia tra shareholder, il che è possibile nel momento in cui vi è all'interno della struttura proprietaria un azionista di maggioranza, che può controllare direttamente il manager, o che è addirittura lo stesso manager, è Rozeff nel suo *Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of*

Dividend Payout Ratios del 1982. Egli sostiene che gli azionisti di maggioranza distribuiscono alti livelli di dividendi per mitigare i conflitti d'agenzia sia orizzontali che verticali.

Un altro punto di vista interessante in questo senso ci viene fornito da Berzins e i suoi collaboratori. Nel loro articolo del 2018 mettono a confronto due modelli opposti di utilizzo dei dividendi come strumento da parte degli azionisti di controllo:

- Il modello opportunistico sostiene che gli azionisti di maggioranza sfruttano il loro potere per ridurre i dividendi, in favore di benefici privati esclusivi, espropriando così gli altri azionisti.
- Il modello conflict reducing ha una posizione antitetica. Si sostiene infatti che gli azionisti di controllo utilizzano i dividendi come strumenti per ridurre i problemi e costi d'agenzia. Decidono quindi di distribuire flussi consistenti di capitale in modo da accontentare gli altri azionisti, e creare così una buona reputazione per l'impresa, in modo da rendere più facile e meno costoso reperire nuovi capitali, sia dagli azionisti di minoranza già esistenti, sia dal mercato finanziario.

Per verificare queste ipotesi scelgono un mercato come quello Norvegese che presenta proprietà molto concentrate. Esaminando un campione di aziende con azionisti di maggioranza, che arriva a costituire il 20% dell'intero mercato del paese baltico, tra il 2006 e il 2013 mettono in relazione la percentuale di voti dell'azionista di controllo con il tasso di dividendo distribuito. Nei casi di bassa quota di controllo, quindi intorno al 55% - 60%, si hanno i maggiori potenziali conflitti e conseguenti problemi d'agenzia, dato il gran numero di diritti di voto in mano agli azionisti di minoranza, mentre nei casi con elevata quota di controllo, quindi intorno al 95% - 99%, si hanno i minori livelli di potenziale conflitto e conseguenti problemi d'agenzia.

Se dall'analisi emergesse una correlazione positiva tra payout e quota di controllo si avrebbe una prova forte della validità del modello opportunistico, mentre se emergesse una correlazione negativa sarebbe una prova forte a sostegno del modello conflict reducing. Dal confronto tra i due gruppi si evidenzia che il gruppo ad alto potenziale di conflitto ha un tasso medio di payout di 0.23 contro i

0.16 del gruppo a basso tasso di conflitto. Si nota quindi una differenza di 7 punti percentuali tra i due gruppi, che sale a 11 se si escludono dai campioni le imprese che non distribuiscono dividendi, nel periodo di studio. Per spiegare questa correlazione vengono esclusi problemi o necessità di liquidità da parte degli azionisti, si rileva infatti che il 46% degli azionisti di minoranza riceve un reddito e quindi le partecipazioni azionarie per loro sono una fonte secondaria e complementare di guadagno.

Si esclude anche la motivazione di segnalazione di redditività futura, gli autori infatti tramite un test sulla profittabilità futura dimostrano che distribuire liquidità impoverisce l'impresa e riduce i profitti futuri, rendendo la segnalazione un controsenso. Dall'analisi si esclude anche che la distribuzione di alti tassi di payout sia casuale, infatti si fa notare che è alta anche in un contesto, come quello norvegese, dove la tutela legale per gli azionisti di minoranza, facendo pensare che il mercato sia uno strumento più efficace delle leggi e normative per tutelare gli azionisti. Alla luce di queste considerazioni appare evidente che tra payout e percentuale di voti degli azionisti di controllo vi è una forte relazione inversa: una volta superata la soglia minima di controllo (50% - 55%), il payout risulta essere del 50% più grande alla soglia minima rispetto che quando l'azionista possiede quasi tutto il capitale sociale (95% - 99%). Queste conclusioni forniscono una solida prova del modello di conflict reducing, e permettono di affermare che gli azionisti di maggioranza utilizzano i dividendi per ridurre il potenziale conflitto orizzontale con gli azionisti di minoranza.

Anche i professori Dušan Isakov e Jean-Philippe Weiskopf trovano evidenze contrarie al modello opportunistico. Nel 2015 pubblicano uno studio intitolato *Pay-out policies in founding family firms* all'interno del quale si occupano di studiare il mercato svizzero, che per sua natura presenta caratteristiche peculiari. È infatti caratterizzato da proprietà molto concentrate che si accompagnano con una governance aziendale molto forte, da una protezione degli investitori medio - bassa ma da una applicazione legislativa molto efficiente, in più il mercato ha una capitalizzazione molto più elevata dell'economia elvetica, poiché quest'ultima è piccola deve mantenersi aperta per poter attrarre

capitali esteri. Questo tipo di condizioni rende l'esproprio a danno dei piccoli azionisti un'ipotesi più che plausibile.

Gli autori infatti ipotizzano che i problemi d'agenzia orizzontali siano legati a livelli bassi di distribuzione dei dividendi, questo perché il livello di payout basso è un buon indicatore di sospetto esproprio a danno degli azionisti di minoranza. Dall'analisi emerge però che i blockholder hanno un comportamento simile riguardo la distribuzione dei dividendi, eccezion fatta per le aziende a conduzione familiare che distribuiscono livelli ancora più alti di dividendi. Tutto questo smentisce l'ipotesi fatta in precedenza, il che non costituisce una prova a sostegno del modello conflict reducing ma di certo smentisce il modello opportunistico. A sostegno del modello conflict reducing rilevano però un significativo legame positivo tra numero di membri o età dell'azienda e dividendi. Le rigide leggi ereditarie svizzere, che non permettono l'esclusione di eredi, fanno sì che con il tempo il numero di azionisti familiari nell'impresa tenda ad aumentare. Il legame tra età, numero di membri della famiglia e dividendi è quindi facilmente spiegabile: aumentando il numero di azionisti aumenta la probabilità di contrasti e disallineamenti di obiettivi, il che porta ad un aumento del potenziale conflitto d'agenzia tra azionisti; avere un alto livello di dividendi serve allora per mitigare questa criticità e infatti è più alto dove vi sono più potenziali conflitti.

Anche altri studi analizzati sostengono l'importanza dei dividendi come strumento per ridurre il conflitto d'agenzia tra azionisti, ma legano la dividend policy al tipo di azionista di maggioranza e quindi al tipo di conflitto d'agenzia che comporta. Questo tipo di approfondimento è stato fatto nel paragrafo 5.2.3.

5.2.2 – Dividendi e reputazione aziendale

Diversi studi sostengono anche che una politica di dividendi ben studiata ha un secondo effetto importante dal punto di vista finanziario. Un'impresa che distribuisce alti livelli di dividendo non solo riduce il potenziale conflitto orizzontale tra azionisti di minoranza e maggioranza, ma guadagna anche una cosiddetta “buona reputazione” sul mercato. Questa buona reputazione si traduce con una maggiore facilità nel reperire capitali, sia dagli azionisti di minoranza già presenti ma anche da nuovi azionisti disponibili sul mercato.

Berzins e la sua équipe, ad esempio, nella pubblicazione del 2018, spiegano di aver testato, all'interno del mercato norvegese, l'ipotesi reputazionale e sostengono che avere una politica di dividendo più generosa verso gli azionisti di minoranza favorisce investimenti futuri da parte di questi ultimi, il che suggerisce che gli azionisti di maggioranza usano i dividendi come strumento per ridurre i conflitti e creare fiducia. Per arrivare a questa conclusione calcolano prima il livello di dividendi di ogni impresa, successivamente verificano se l'azienda ha incrementato o meno il livello di dividendi, e in ultimo correlano queste misure al numero e ai capitali degli azionisti di minoranza per capire se i maggiori dividendi abbiano attratto nuovi capitali. I risultati rilevano che dividendi più alti del previsto corrispondono ad un aumento di nuovi investitori e ad una maggiore crescita dei capitali investiti da parte degli azionisti di minoranza già presenti, confermando quindi, come già detto, l'ipotesi reputazionale.

Anche Isakov e Weisskopf, sempre all'interno del loro studio del 2015, sostengono il ruolo dei dividendi nella creazione e mantenimento di una buona reputazione aziendale, in modo da reperire più facilmente capitali. In questa analisi si concentrano sulle aziende svizzere a conduzione familiare. Per questo tipo di azionisti di maggioranza il problema reputazionale risulta di grande rilievo: abitualmente come azionista la famiglia è attenta nel controllo e sentimentalmente legata all'impresa, essendo questa una parte molto importante della storia familiare. Come azionista di controllo ha quindi tutto l'interesse a mantenere il controllo sull'impresa e a mantenere una buona

immagine per l'azienda all'interno del mercato finanziario, sia per questioni economiche, cioè il reperire più facilmente nuovi capitali, sia per la appena citata questione emotiva. Gli autori partono dalla considerazione che le imprese familiari presentano meccanismi di governance più deboli e quindi potrebbero distribuire alti tassi di dividendo per costruire e mantenere una buona reputazione per l'azienda. Dalla regressione si rileva una correlazione positiva tra quota posseduta dalle famiglie e tasso di dividendi distribuito, che sostiene questa tesi. Va però fatto notare che Isakov e Weisskopf (2015) ritengono che la questione reputazionale è sì presente, ma assume un aspetto secondario all'interno della dividend policy aziendale. Questa conclusione è ricavata dalla teoria degli "sleeping dogs", ovvero che i manager tendono a pagare dividendi più alti per ridurre i conflitti d'agenzia ed essere meno controllati, e infatti dall'analisi emerge che le aziende gestite attivamente da un membro della famiglia tendono a distribuire meno dividendi di quelle che hanno una proprietà familiare passiva, mentre se la reputazione fosse un aspetto predominante non si sarebbe rilevata questa differenza.

Questa ipotesi del valore reputazionale non è però univocamente sostenuta. Michaely e Roberts infatti, nel loro articolo del 2006, smentiscono questo effetto. All'interno di questo studio, dove cercano di legare struttura proprietaria e dividendi, ipotizzano che le imprese private a proprietà diffusa, essendo quelle meno controllate, abbiano la maggiore difficoltà a mantenere una buona reputazione. Ipotizzano di conseguenza che i dividendi possano sostituire una maggiore trasparenza e monitoraggio, e fungere da strumento per mantenere una buona reputazione. Si dovrebbe rilevare, a seguito di aumenti di dividendi, un miglioramento nella raccolta di capitali e operativa, ma soprattutto si dovrebbe rilevare un livello di dividendi più alto per le imprese con maggiore asimmetria informativa, ovvero le private, rispetto alle pubbliche o quelle con un forte azionista di maggioranza. Dall'analisi si ricava invece esattamente il contrario, cioè dividendi più alti per le imprese più controllate e con più alti conflitti d'agenzia, sostenendo l'ipotesi della riduzione dei conflitti d'agenzia piuttosto che quella reputazionale.

Un'ulteriore studio a supporto della maggiore importanza della riduzione dei costi d'agenzia piuttosto che la creazione di una buona reputazione è La Porta et al. (2000). Gli autori confrontano due modelli differenti: il modello "dell'outcome" e il modello "substitute". Il modello "dell'outcome" sostiene che i dividendi sono distribuiti come conseguenza alle pressioni legali che gli azionisti di minoranza esercitano sugli insider ed è quindi concorde con l'idea di riduzione dei problemi d'agenzia, soddisfacendo le esigenze degli azionisti di minoranza. Il modello "substitute" invece ipotizza che gli insider, interessati a emettere azioni in futuro, pagano dividendi per costruirsi una reputazione di corretto trattamento degli azionisti di minoranza. Gli autori quindi si occupano di confrontare oltre 4000 imprese di 33 paesi differenti per valutare quale modello prevalga in base alla protezione legale. Nei paesi con debole protezione legale per gli azionisti di minoranza la reputazione è molto importante, aumentando l'importanza di distribuire dividendi, mentre nei paesi con una protezione legale forte è meno necessario, di conseguenza ci si aspetta alti dividendi con alta protezione legale se prevale il modello "dell'outcome", mentre alti dividendi con bassa protezione legale se prevale il modello "substitute".

I paesi con un sistema giuridico common law hanno una tutela più alta degli azionisti, rispetto a quelli civil law, quindi l'analisi viene eseguita confrontando questi due sistemi. Utilizzando la media delle medie per paese sui tassi di dividendo si rileva che il rapporto dividendi su flussi di cassa è del 17% per i civil law e del 27.7% dei common law, evidenza che supporta chiaramente, con circa 10 punti percentuali di differenza il modello "dell'outcome". Ulteriore sostegno viene dato dall'osservazione che nei paesi common law le aziende con tassi di crescita più lenta pagano dividendi più alti, in coerenza con il modello dell'outcome, mentre per i civil law non si rilevano differenze significative. Questa evidenza porta a pensare che gli azionisti tutelati sono disposti a ridurre il loro income se osservano opportunità di investimento interessanti, mentre gli azionisti meno tutelati si accontentano dei dividendi che riescono ad ottenere, indipendentemente dalle opportunità di investimento, generando una cattiva allocazione degli investimenti che è presumibilmente parte del costo di agenzia

dovuto alla scarsa protezione legale. Dall'articolo emerge chiaramente che i dividendi sono utilizzati come strumento per ridurre i costi d'agenzia piuttosto che per aumentare la reputazione aziendale.

5.2.3 – Influenza della struttura proprietaria

Una volta appurata l'importanza dei dividendi all'interno del rapporto tra azionisti, e quindi il loro ruolo come strumenti per ridurre i problemi d'agenzia orizzontali, numerosi studi si sono occupati di capire come i diversi tipi di azionisti di controllo reagiscono alla politica di dividendo, andando ad indagare il legame tra tipo di azionista e problemi d'agenzia che presentano.

Come ben spiega Christian Andres (2019), per diversi tipi di azionista di controllo corrispondono caratteristiche diverse. Le famiglie sono gli azionisti più attenti all'andamento dell'azienda. Esse presentano un forte legame economico con l'impresa poiché, in quasi tutti i casi, l'azienda è la loro maggior fonte di guadagno, tendenzialmente essendo fondatrici hanno una conoscenza approfondita del settore e competenze tecniche, spesso ci sono membri della famiglia tra i manager o gli insider, hanno sicuri obiettivi di lungo termine e un forte legame emotivo con l'azienda che portano ad un monitoring attivo e un controllo dell'operato attento. I membri della famiglia potrebbero quindi anche accontentarsi, in base alle esigenze operative, di dividendi più bassi, ma avendo un potere molto forte il rischio di esproprio è molto alto, e quindi gli azionisti di minoranza potrebbero non accontentarsi di dividendi più bassi. Le altre società, come azionisti di maggioranza, sono meno inclini ad un controllo attento, sia perché hanno generalmente capitali molto diversificati sia perché, essendo a loro volta gestite da manager, è più probabile che un manager avalli le scelte di un altro manager. Le banche invece come blockholder ricoprono tendenzialmente anche il doppio ruolo di creditrici, presentano un rapporto di fiducia alto e un controllo molto elevati dell'impresa, ma generalmente si accontentano di dividendi più bassi perché hanno altre forme di garanzia (creditori).

Nell'articolo *Dividend policy, corporate control and the tax status of the controlling shareholder* del 2019, Andres e i suoi collaboratori rilevano che sia il livello di controllo, come si è già analizzato, che il tipo di azionista di maggioranza influenzano i dividendi. Nello studio analizzano un campione di 220 aziende tedesche che coprono circa il 90% della capitalizzazione totale del paese. La Germania offre un contesto molto interessante per analizzare il rapporto tra politiche di dividendo e struttura societaria, è infatti un mercato con aziende molto concentrate e diversi tipi di azionisti di maggioranza (famiglie, banche, altre società), ma anche con aziende ad azionariato diffuso. Per catturare l'effetto della struttura proprietaria si legano i dividendi a due dimensioni: da un lato la proporzione di voti detenuti dall'azionista di controllo principale al tempo con variabili boleanne per il tipo di azionista e dall'altro lato la relazione non lineare tra payout e controllo, modellata con variabili segmentate. Dall'analisi emerge che, per quanto riguarda le imprese a controllo familiare, distribuiscono dividendi più elevati quando la quota è compresa tra il 25% e il 50%, mentre più bassi al di fuori di questo intervallo. Questi dati concordano con la teoria del conflict reducing: infatti dove il conflitto d'agenzia orizzontale è più basso (troppo potere o troppo poco) si rileva un tasso di distribuzione di dividendo più alto. Per quanto riguarda le imprese con aziende non finanziarie come azionisti di controllo si ricava una correlazione positiva tra dividendi e percentuale di controllo, suggerendo che maggiori dividendi compensano un minore monitoraggio. Per quanto riguarda le banche non si rileva una correlazione tra percentuale di voti e tasso di dividendo. Confrontando i tassi di payout tra le diverse strutture proprietarie le aziende controllate distribuiscono i dividendi più alti, poi quelle a controllo familiare mentre quelle che distribuiscono meno dividendi sono le imprese a proprietà diffusa.

Un approfondimento più specifico sulle famiglie è stato fatto da Isakov e Weisskopf, nella loro pubblicazione del 2015. Gli studiosi si concentrano infatti sul ruolo delle famiglie fondatrici nella dividend policy di un consistente campione di aziende svizzere per un periodo tra il 2003 e il 2010. Da una prima analisi rilevano che le aziende familiari distribuiscono il 33.7% degli utili in dividendi, contro il tasso del 24.5% delle non familiari. Le prime due spiegazioni per questo fenomeno sono

già state affrontate nei paragrafi precedenti: ovvero che i dividendi bassi possono indicare un esproprio a danno degli azionisti di minoranza e che quindi tenere un alto livello di dividendo riduce sensibilmente i conflitti d'agenzia tra azionisti, l'altra spiegazione è quella reputazionale, ovvero che alti livelli di dividendi contribuiscono a creare una buona reputazione per l'azienda (spiegazione comunque secondaria alle altre due). Una terza spiegazione ai tassi di dividendo così alti per le aziende a conduzione familiare sta nelle esigenze di reddito dei membri della famiglia. Nelle tipiche imprese familiari i membri hanno immobilizzato la maggior parte del loro capitale. Il loro investimento risulta immobilizzato perché è stato utilizzato per un investimento a lungo termine, e quindi non può essere disinvestito o diversificato. Questo fatto genera negli azionisti della famiglia un'esigenza di reddito ma anche un bisogno di diversificare l'investimento per sentirsi più coperti contro il rischio d'impresa. Le evidenze raccolte confermano questa congettura, infatti come abbiamo già visto emerge una chiara e significativa relazione positiva lineare tra livello di distribuzione dei dividendi e quota posseduta dalle famiglie, rafforzando l'idea che più quote ha la famiglia più sente la necessità di diversificare. Anche la correlazione positiva tra dividendi e numero di membri della famiglia tra gli azionisti conferma questa ipotesi, infatti più sono i membri più sarà alto il desiderio complessivo di diversificare.

In sintesi dall'articolo emerge che le aziende a gestione familiare distribuiscono dividendi più alti rispetto ad altre aziende con strutture proprietarie differenti per due ragioni principali e una meno rilevante. La prima è la riduzione dei conflitti tra azionisti, sia di controllo contro quelli di minoranza, ma anche all'interno della stessa famiglia. La seconda è la necessità di generare reddito per soddisfare i bisogni e il desiderio di diversificare senza perdere il controllo dell'impresa da parte dei membri coinvolti. Una terza ragione è il desiderio di mantenere una buona reputazione per ragioni finanziarie e sentimentali, ma risulta secondaria alle altre due.

Un altro studio che offre un approfondimento sulle famiglie come azionisti di maggioranza è Bhattacharyya et al. (2014). Gli autori si concentrano sul mercato italiano, che è fortemente caratterizzato dal controllo familiare, per valutare i dividendi come strumento per ridurre i conflitti d'agenzia. La peculiarità del mercato italiano è proprio la presenza di famiglie come azionisti di controllo, al punto che il 65% delle grandi imprese rientra in questa categoria. Attraverso un pannello di 77 aziende italiane, di cui 44 a controllo familiare, tra il 2000 e il 2007, si cerca di valutare i dividendi come strumento per ridurre i conflitti d'agenzia orizzontali. In oltre il 50% delle aziende di questo tipo, il manager fa parte della famiglia proprietaria, ed è lecito aspettarsi un impatto della remunerazione del manager sulla politica di dividendo. Ci si aspetta infatti, poiché l'asimmetria informativa tra azionisti e management è ridotta, che l'impatto dei costi d'agenzia sia ridotto e che quindi la remunerazione del manager sia negativamente correlata ai dividendi, questo perché un manager produttivo offre progetti validi in cui investire è più conveniente invece di distribuire dividendi.

Dai dati emerge proprio una relazione negativa tra compenso del manager e tasso di distribuzione dei dividendi, supportando l'ipotesi che i dividendi riducano i conflitti d'agenzia anche in un contesto familiare, e quindi un alto compenso del manager, che è associato a dirigenti di qualità con accesso a progetti con valore netto presente molto positivo, sia efficace in un contesto familiare per ridurre i costi d'agenzia. I risultati sostengono chiaramente che anche in un ambiente a controllo familiare i dividendi aiutano a ridurre i conflitti d'agenzia, e che le famiglie, desiderose di mantenere una reputazione di moderazione nell'espropriazione degli azionisti di minoranza, distribuiscono dividendi più elevati.

Un'importante analisi per comprendere il rapporto tra dividend policy e struttura proprietaria è stata fatta da Michaely e Roberts e pubblicata nel 2006. Gli autori si occupano di analizzare le differenze di comportamento tra aziende private (con diversi gradi di concentrazione proprietaria) e pubbliche o quotate. La principale differenza tra società private e società quotate risiede nel potere che hanno

gli azionisti esterni. Tutte le imprese devono sottostare a rigidi controlli e legislazioni per tutelare gli azionisti, ma quelle quotate devono sottostare anche ai regolamenti di Borsa, in materia di trasparenza e tutela degli azionisti, che sono ancora più rigidi: infatti per tutelare i diritti degli azionisti gli viene richiesto un livello decisamente più alto di divulgazione e trasparenza. L'essere quotate rende anche le aziende soggette al mercato del controllo delle imprese che consente di rimuovere le gestioni inefficaci attraverso le proxy o le offerte pubbliche di acquisto. Questi meccanismi fanno sì che l'azionista esterno delle imprese quotate abbia molte più tutele e potere rispetto a quello delle società private.

Seguendo questa logica vengono divise le imprese per grado di concentrazione e tipo di proprietà, il che implica diversi livelli di problemi d'agenzia: le "wholly owned" sono aziende private con un forte azionista di maggioranza, e pochi problemi d'agenzia, date le basse tutele per gli azionisti di minoranza e il coinvolgimento diretto per quelli di maggioranza nella gestione operativa societaria, le "private dispersed" sono imprese private ma con una proprietà dispersa e quindi problemi d'agenzia più rilevanti, a causa dell'elevata opacità informativa e forti conflitti di agenzia unita alla scarsa tutela per gli investitori contro eventuali abusi manageriali, in ultimo le "public" cioè le aziende quotate, che nonostante una proprietà diffusa hanno problemi d'agenzia intermedi, grazie alle tutele date dalle strutture istituzionali di Borsa, che garantiscono trasparenza, e dal mercato.

Una prima evidenza riguarda il tasso di distribuzione dei dividendi: le "public" sono quelle che distribuiscono il maggior tasso con una media del 29%, mentre le "private dispersed" solo il 17%. Questa evidenza si spiega facilmente con la maggior protezione degli azionisti, infatti, dove gli azionisti sono più tutelati, vi è più pressione sugli amministratori, che quindi saranno più propensi a distribuire dividendi, per ridurre il conflitto d'agenzia orizzontale. Un'altra evidenza è la maggiore sensibilità dei dividendi (correlazione negativa tra dividendi e opportunità di investimento) alle esigenze d'investimento nelle "wholly owned" seguite delle "public" e, in ultimo con la minore sensibilità alle opportunità d'investimento, le "private dispersed". La spiegazione a questi dati per le

“public” è che dove gli azionisti sono più tutelati sono più ben disposti a vedersi decurtato il ritorno economico presente in favore di un ritorno economico maggiore in futuro, mentre per le “wholly owned” la politica di dividendo ha un valore residuale e successivo rispetto alle decisioni sugli investimenti.

Un altro tipo di azionista di controllo rilevante è lo Stato, che, tramite i politici che lo gestiscono esprime una chiara preferenza per flussi di dividendi alti, fissi e costanti, in modo da garantire un'alta disponibilità economica per i progetti del governo in carica, senza ricorrere alla tassazione degli elettori. Questa conclusione risulta particolarmente evidente nei settori con alti tassi di dividendo e regolamentati, quindi dove le scelte dello Stato sono soggette a conflitto di interessi perché rappresentano gli interessi dei consumatori ma anche i loro. In questa direzione Bremberger et al. (2016) hanno svolto un'importante analisi.

Gli autori hanno selezionato un campione di 106 imprese di 17 paesi europei appartenenti al settore della distribuzione di network elettrica, ovvero uno dei settori che distribuisce dividendi più alti ed è al contempo soggetto a forte regolamentazione, sia secondo il meccanismo dei costi (più datato e in uso al 67% delle imprese) e quello più moderno degli incentivi (in uso nel 33% delle aziende), studiato nelle riforme degli anni '90 incrementare l'efficienza aziendale. Una prima conclusione a supporto dell'idea dei dividendi come fonte di finanziamento affidabile e stabile per lo Stato sono le evidenze sullo smoothing, quindi sulla stabilizzazione dei dividendi. Si rileva infatti che, sebbene per le aziende private vi sia differenza tra i regimi di regolamentazione (si notano parametri di smoothing più alti nel caso di regolamentazione dei costi), nelle imprese statali l'andamento dei dividendi è smussato, a prescindere dal tipo di regolamentazione, ad indicare una pressione da parte dell'azionista di controllo per avere stabilità e sicurezza nel suo income.

Nell'ambito della regolamentazione lo Stato si comporta come un arbitro che massimizza il benessere tra i vari gruppi di interesse (manager, politici, consumatori e lavoratori), che preferiscono tutti il meccanismo di incentivi basato sui costi, perché è più prevedibile e genera dividendi più fissi e stabili,

mentre il meccanismo incentivante, cercando di ottimizzare i costi all'interno dell'impresa, lega l'andamento dei payout agli utili, rendendoli più instabili ed imprevedibili. Si evidenzia infatti un legame positivo tra meccanismo incentivante basato sui costi e presenza dello Stato tra gli azionisti, il che ci fa pensare che lo Stato e gli altri gruppi di interesse tramite di lui possano forzare il mantenimento di un sistema di incentivi basato sui costi in modo da venire incontro ai loro interessi. Dall'articolo di Bremberger et al. (2016), si può dedurre quindi che lo Stato vede i dividendi come strumento di finanziamento alternativo alla tassazione. Ha quindi tutto l'interesse a mantenerli costanti, e quindi sfrutta il suo potere per minimizzare gli smussamenti, cercando anche di mantenere sistemi di regolamentazione che limitano la volatilità dei payout, in linea con i desideri degli altri gruppi di interesse.

5.2.4 – Relazione tra dividendi e mercato

Per le società quotate i dividendi hanno un impatto diretto sul mercato. Come abbiamo già visto, un tasso di distribuzione di dividendi alto costituisce uno strumento che riduce il conflitto d'agenzia verticale, riduce anche il conflitto d'agenzia orizzontale, e può segnalare al mercato futuri rendimenti elevati, quindi la qualità degli asset interni all'impresa. Dall'altro lato se l'azienda riduce i dividendi è interpretato in maniera molto negativa dal mercato sia c'è un rischio maggiore di sovrainvestimento e opportunismo del management, ma anche un maggiore rischio di esproprio da parte degli azionisti di maggioranza contro quelli di minoranza. Per evitare conseguenze negative le imprese tendono a mantenere il livello di dividendi stabile nel tempo, a prescindere dalle variazioni di utile, sia quando scendono, che quando aumentano, in modo da cautelarsi, ed evitare di doverli abbassare in seguito. In questo senso si può sostenere che il mercato ha una forza "livellatrice" sulla politica di dividendo. Un primo importante studio a sostegno di questa tesi è il modello sviluppato da John Lintner e pubblicato nell'articolo *Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to*

corporations del 1962. Egli sostiene che i dirigenti mirano a mantenere un rapporto di distribuzione stabile nel lungo periodo, rendendo i dividendi rigidi e strettamente legati agli utili sostenibili, in modo da evitare shock. Per arrivare a questa conclusione analizza il rapporto tra dividendi, utili, leva finanziaria e prezzi delle azioni, sviluppando un modello, come si è già analizzato (3.1.2).

I professori Roni Michaely e Michael R. Roberts studiano a fondo la questione dei dividendi e dei mercati finanziari, in due articoli uno pubblicato nel 2006, e uno pubblicato nel 2012.

Nell'articolo del 2006 analizzano il tipo di struttura societaria e l'andamento dei dividendi in relazione ad essa. Come si è già visto, dividono le società in base alla struttura proprietaria e al grado di conflitto d'agenzia in "wholly owned", ovvero con gruppo di azioni di controllo, o individuali o di un gruppo ristretto di insider, il che implica conflitti molto bassi, "private dispersed", cioè con un azionariato diffuso con poco potere e alti conflitti potenziali, "public" ovvero ad azionariato diffuso ma con le protezioni garantite dalle strutture istituzionali e dal mercato, il che comporta un livello intermedio di conflitti d'agenzia. Dall'analisi preliminare risulta che le "public" sono quelle che distribuiscono i dividendi più alti in generale, ma sono quelle che distribuiscono meno in rapporto ad uno shock sugli utili, ovvero £0.09 ogni £1 di variazione degli utili (variazione del 41% rispetto ai dividendi abituali), mentre le "private dispersed" distribuiscono £0.1 ogni £1 di variazione degli utili (variazione del 65% rispetto al livello abituale di dividendo), e le "wholly owned" £0.29 ogni £1. Questi dati confermano che le politiche di dividendo delle società pubbliche sono più stabili nel tempo rispetto alle società private, che mostrano una maggiore sensibilità agli shock sugli utili.

Un altro test è stato effettuato sulla frequenza di omissione di dividendo: le "wholly owned" omettono il dividendo nel 9% dei casi, le "private dispersed" nel 4.8% e le "public" nel 3.7%. Da questi dati si può dedurre che le "wholly owned" sono le più propense a cambiare il tasso di dividendo, mentre le "public" le meno propense. Idea confermata anche dall'analisi sulla modifica dei tassi di dividendo dove si rileva che le imprese "wholly owned" riducono i dividendi molto più frequentemente e in misura significativamente maggiore rispetto alle "private dispersed" o alle "public", e le "private

dispersed” riducono i dividendi più frequentemente delle “public”, mentre tra queste ultime due le entità sono simili. Si rileva anche una forte avversione delle imprese “public” a ridurre il tasso di dividendo, e una propensione ad aumenti frequenti ma molto piccoli.

Tutto questo porta gli autori ad affermare che il controllo esercitato dai mercati e le frizioni finanziarie portano le società quotate a stabilizzare il più possibile i dividendi nel tempo, mentre le società private sono più propense a cambiare il tasso di dividendo in base all’andamento degli utili e, come si è visto in precedenza, alle opportunità d’investimento. In particolare, per quanto riguarda le società private con un azionista di maggioranza la decisione riguardo i dividendi assume un aspetto secondario e residuale rispetto alle decisioni sulle opportunità d’investimento.

Nell’articolo *Corporate dividend policies: lessons from private firms*, degli stessi Michaely e Roberts, ma pubblicato nel 2012, si approfondisce ulteriormente il legame tra mercati e politica di dividendo. Partendo dalla stessa classificazione aziendale della pubblicazione del 2006, rilevano nuovamente la propensione ad omettere i dividendi delle aziende private con grandi azionisti di controllo (“wholly owned” 8.0%, “private dispersed” 2.8%, “public” 3.7%), la propensione alla riduzione del tasso di payout, dove si rileva che le “public” sono decisamente più restie a tagliare i dividendi, la propensione all’aumento di distribuzione dei dividendi (“wholly owned” 26% dei casi, “private dispersed” 52% dei casi, “public” 64% dei casi; con l’entità degli aumenti dei dividendi delle aziende pubbliche è circa un quarto rispetto a quella delle aziende private disperse e un decimo rispetto a quella delle aziende interamente possedute), raggiungendo conclusioni simili all’articolo del 2006, ovvero che, quando sono private, le aziende sono significativamente più propense a omettere, ridurre e iniziare a pagare dividendi rispetto a quando sono quotate, tuttavia queste ultime sono più inclini ad aumentare il dividendo, anche se questi aumenti sono significativamente più piccoli rispetto a quando sono private. Successivamente rilevano nuovamente che le “wholly owned” sono più sensibili delle altre agli shock transitori, mentre le “public” sono quelle più stabili dal punto di vista della dividend policy.

Tutto questo conferma che il controllo dei mercati finanziari sembra avere un ruolo importante nella dividend policy: esercita infatti una forte pressione sulla “smussatura” dei livelli di dividendo.

Si evidenzia anche che le “public” distribuiscono il 27% degli utili, contro il 17.8% delle “private dispersed” e il 13.4% delle “wholly owned”. Questo fenomeno si spiega con il costo d’agenzia: le “public” sono quelle che reperiscono, data la loro trasparenza e quindi il basso costo d’agenzia, capitali dal mercato con più facilità e a costo minore, di conseguenza sono più propense a ridurre la liquidità aziendale, al contrario le “wholly owned”, che sono opache, trovano nel mercato una fonte di finanziamento ad alto costo e quindi preferiscono utilizzarne una interna.

5.2.5 – Legame tra dividendi e riacquisti di azioni

Molti delle considerazioni fatte non perdono valore se si amplia il discorso ai riacquisti. Molti studi come quello pubblicato da Isakov e Weisskopf nel 2015 o quello di Andres et al. del 2019 escludono i riacquisti dall’analisi perché hanno un utilizzo ancora molto residuale nei rispettivi mercati di riferimento (Svizzera e Germania). A livello concettuale le conclusioni riguardo ai dividendi possono essere estese in larga parte ai riacquisti, che quindi, come i dividendi aiutano a ridurre i conflitti d’agenzia, come sostengono Geiler e Renneboog (2014) o Allen e Michaley (2002) nei loro studi dove considerano il tasso di payout totale invece che quello dei singoli dividendi.

Nel loro studio del 2002, Allen e Michaely analizzano la payout policy nel suo insieme e dalle evidenze raccolte sottolineano che i riacquisti sono ancora poco utilizzati poiché la riduzione dei dividendi è ancora vista come un cattivo segnale dal mercato, e quindi le imprese non sono ancora disposte a sostituire i dividendi con i riacquisti, nonostante i vantaggi fiscali e di flessibilità. Si osserva che i riacquisti sono molto utilizzati dalle imprese giovani, quindi senza uno storico di dividendi a carico, o negli aumenti di payout complessivo per le aziende con uno storico, a conferma di questa paura nel ridurre i dividendi.

Anche Geiler e Renneboog nel loro studio del 2014, dove si occupano di analizzare le tipologie di payout e le variabili che le influenzano, si occupano del ruolo della struttura proprietaria nella payout policy e quindi riguardo l'utilizzo di riacquisti di azioni. Una prima considerazione è che anche loro confermano un uso ancora molto residuale dei riacquisti di azioni: nel mercato britannico si parla del 78% delle imprese che sceglie i dividendi come canale di payout, il 17% non distribuisce payout, il 5% utilizza un canale misto e solo lo 0.3% utilizza esclusivamente i riacquisti. Dalla loro analisi confermano che la presenza di strutture proprietarie con monitoraggio molto elevato riduce il payout, quindi una parziale conferma della teoria di conflict reducing. Successivamente affermano che la politica fiscale può spiegare l'utilizzo o meno di riacquisti o dividendi. La tassazione annulla l'indifferenza al canale di pagamento per i diversi attori della corporate governance: i dirigenti, così come individui e famiglie, preferiscono i riacquisti di azioni ai dividendi, perché non abbassano il valore delle azioni, generalmente non protette, le aziende preferiscono i dividendi, e le istituzioni finanziarie preferivano inizialmente i dividendi ma, con la riforma fiscale che si è attuata in Gran Bretagna, sono diventate neutrali alla scelta tra dividendi e riacquisti di azioni.

5.3 – SINTESI

Nell'impresa esiste un altro tipo di conflitto d'agenzia parallelo a quello verticale, ovvero il conflitto orizzontale tra azionisti di minoranza e di maggioranza. La condizione necessaria affinché sia rilevante è che vi sia un azionista, o un piccolo gruppo di azionisti, che possieda il controllo di una quota di maggioranza dei diritti di voto, in modo che possa influenzare direttamente l'operato del manager e dell'amministrazione dell'azienda. In queste condizioni l'azionista di controllo potrebbe forzare il management a compiere delle scelte per il proprio ritorno personale a danno degli azionisti di minoranza, in particolare potrebbe forzare modifiche nei flussi di cassa in uscita dall'impresa secondo il suo vantaggio. Una condizione frequente in questo tipo di aziende, che sono molto concentrate, è la coincidenza tra l'azionista di maggioranza e il manager. Questa configurazione

societaria con una sola persona a capo dell'amministrazione e della proprietà rende il rischio di esproprio a danno dei piccoli azionisti ancora più grave e probabile.

I dividendi, costituendo la principale fonte di remunerazione che lega l'impresa e gli azionisti, hanno un ruolo importante nel regolare i rapporti all'interno della corporate governance. Dal punto di vista degli azionisti di controllo i dividendi possono essere sfruttati in due modi: il modello opportunistico sostiene che vengono usati per espropriare i piccoli azionisti, quindi i dividendi vengono ridotti in favore di benefici privati a solo appannaggio degli azionisti di controllo, il modello conflict-reducing invece sostiene che vengono utilizzati per accontentare gli azionisti di minoranza e quindi ridurre i conflitti d'agenzia all'interno dell'impresa. Le evidenze raccolte sono univoche e sostengono la tesi del secondo modello, infatti si rilevano dividendi decisamente più alti nei casi in cui ci si aspetta potenziali forti conflitti d'agenzia.

Un altro valore importante che viene attribuito ai dividendi è quello di creare reputazione. Per le imprese è fondamentale poter accedere al mercato finanziario e poter reperire capitali al minor costo possibile. Diversi studi sostengono l'importanza dei dividendi in questo senso. Avere un flusso affidabile di capitali su cui contare è rassicurante per i potenziali nuovi investitori, che quindi forti della buona reputazione dell'azienda, saranno più propensi a destinare i loro capitali per i nuovi progetti dell'impresa. Diversi studi rilevano prove a sostegno di questa tesi e quindi una maggiore affluenza di capitali sia dagli azionisti di minoranza esistenti sia dal mercato a seguito di una maggiore distribuzione di dividendi. Va però notato anche che non tutti gli studi sono univoci in questo senso, il che fa pensare che la motivazione reputazionale sia presente, ma sia secondaria a quella di conflict-reducing, in particolare in contesti ad alto potenziale conflitto.

La struttura proprietaria ed in particolare il tipo di azionista di maggioranza influenzano pesantemente la politica di dividendi, sia per i diversi tipi di esigenze che presentano sia per i diversi gradi di monitoraggio e controllo che impongono e quindi livelli diversi di conflitto d'agenzia. Le aziende a controllo familiare ad esempio presentano livelli di dividendo molto elevati, anche rispetto agli altri

tipi di azionisti di blocco. Queste cause sono da ricercare all'interno delle peculiarità delle famiglie: per prima cosa sono generalmente composte da più membri e il che comporta conflitti da mitigare anche all'interno dello stesso gruppo di controllo, poi sono legate sentimentalmente all'impresa e di conseguenza la componente reputazionale diventa rilevante, in ultimo, ma forse più determinante, è che le famiglie tendenzialmente hanno la maggior parte del loro capitale vincolata all'interno dell'impresa questo comporta avere il capitale immobilizzato in un investimento a lungo termine, i membri della famiglia hanno quindi esigenze di reddito e di diversificazione per tutelarsi che vogliono soddisfare. Un altro tipo di azionista di controllo sono le aziende non finanziarie. Anche in questo caso i dividendi sono abbastanza alti, ma decisamente inferiori rispetto a quelli nelle imprese famigliari, questo per due motivazioni principali: da un lato le aziende come azioniste non hanno molto incentivo al monitoraggio, quindi esigono alti livelli di dividendi per ridurre i conflitti d'agenzia, dall'altro lato vi è la teoria dello "sleeping-dog" ovvero che il manager distribuisce maggiori dividendi proprio per non essere monitorato e mantenere la sua indipendenza. Anche lo Stato, come azionista di maggioranza, cerca di smussare al massimo i dividendi, poiché li considera una fonte di capitale alternativa alla tassazione per finanziare i progetti del governo.

Un altro tipo di differenza a livello di struttura proprietaria che impatta sulla politica di dividendo è tra le imprese private e quelle quotate. Una prima differenza è data dalla sensibilità alle variazioni di utili. Ci sono solide prove che sostengono il ruolo attivo del mercato nel regolare la dividend policy, la pressione del mercato fa sì che le aziende quotate cerchino di livellare i dividendi il più possibile evitando ogni tipo di shock, il mercato infatti ha reazioni molto negative alla diminuzione di dividendi, che quindi viene evitata il più possibile. Le imprese private invece tendono a seguire di più le opportunità d'investimento e gli utili, di conseguenza presentano una maggiore variabilità. Un'altra differenza è data dalla pressione che deriva dalla trasparenza. Le aziende quotate sono soggette ai regolamenti della Borsa e alla pressione del mercato, il che le rende più trasparenti e offrono più tutela agli azionisti. Grazie a queste garanzie le imprese pubbliche riescono ad aver accesso più facilmente e a costi minori al mercato dei capitali, quindi sono più propense a distribuire dividendi alti e

finanziarsi con risorse esterne. Le aziende private al contrario sono più opache e di conseguenza hanno più difficoltà a rivolgersi al mercato dei capitali, e a costi più alti dovuti al maggiore rischio che presentano agli occhi degli azionisti, a causa di tutto ciò sono meno propense a distribuire flussi di capitali, preferendo utilizzarli come fonte di finanziamento a basso costo. Alla luce di queste considerazioni è chiara la motivazione per cui si rileva un maggiore tasso di distribuzione di dividendi nelle aziende pubbliche rispetto a quelle private.

6 – CONCLUSIONI

Alla luce della survey effettuata risulta evidente che i dividendi hanno un ruolo importante nel mitigare i conflitti d'agenzia, sia verticali, quindi tra proprietà e amministrazione, che orizzontali, cioè tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

L'incompletezza contrattuale e l'asimmetria informativa generano un conflitto d'agenzia non annullabile tra manager e shareholder. I dividendi però, essendo il principale legame remunerativo tra impresa ed investitori, possono avere un ruolo importante. Un alto livello di payout produce un doppio effetto positivo per la proprietà. Da un lato riduce il capitale a disposizione del management, e di conseguenza il rischio di opportunismo da parte di quest'ultimo, che altrimenti potrebbe sovrainvestire in progetti non profittevoli per aumentare il suo income a danno di quello degli azionisti. Dall'altro lato obbliga il manager a rivolgersi al mercato o agli azionisti esistenti per reperire nuovi capitali, riducendo la sua indipendenza e il costo di monitoraggio a carico degli shareholder. Si può affermare perciò che avere un alto livello di dividendo riduce i costi d'agenzia a carico dell'impresa.

È però facilmente intuibile il fatto che i manager siano restii a distribuire i dividendi. La forza di pressioni esterne diventa quindi fondamentale. Avere una proprietà forte, cioè con grandi pacchetti azionari, oppure l'essere amministratore di un'impresa quotata, quindi soggetta alla rigida regolamentazione della Borsa, impone al manager di distribuire flussi di capitali elevati, anche contro il suo desiderio.

Un alto livello di dividendi può ridurre anche i conflitti tra shareholder. Quando all'interno della proprietà di un'impresa emerge un azionista di controllo, i piccoli azionisti possono essere vittime di esproprio da parte di quest'ultimo. Dalle evidenze raccolte si deduce che i blockholder utilizzano i dividendi non per aumentare il proprio guadagno, ma per ridurre il conflitto con gli azionisti di

minoranza, che, ricevendo un maggiore flusso di capitali, saranno più fiduciosi verso l'azionista di controllo e verso l'impresa. Questo abbassa il costo del capitale a carico dell'azienda poiché rende più facile reperire flussi di liquidi sia dagli azionisti esistenti che dal mercato. Oltre a diminuire i costi d'agenzia un alto livello di dividendi contribuisce anche migliorare la reputazione dell'impresa, ma questo contributo è secondario alla riduzione dei conflitti d'agenzia.

Anche il tipo di struttura proprietaria, implicando gradi diversi di conflitti d'agenzia, influenza la politica di payout.

Le aziende quotate sono soggette alla pressione del mercato, che reagisce negativamente alle riduzioni di dividendo, e alla rigida regolamentazione della Borsa. Sono quindi imprese più trasparenti e con più facilità a reperire finanziamenti dal mercato. Tutto ciò implica che abbiano una maggiore propensione a distribuire dividendi rispetto a quelle private, sia perché gli azionisti hanno più tutele e di conseguenza più potere, ma anche perché le aziende quotate sanno di potersi rifinanziare con relativa facilità sul mercato. Le imprese private invece sono più opache e devono, per questa ragione pagare tassi di finanziamento più alti. Questo, unito alle minori tutele per gli azionisti di minoranza fanno sì che distribuiscano dividendi più bassi, perché gli utili per loro rappresentano una fonte di finanziamento a basso costo e non facilmente sostituibile. La pressione del mercato esercita anche un'intensa forza di livellamento: le imprese quotate hanno livelli di dividendo costanti e poco sensibili agli shock sugli utili o alle opportunità d'investimento, mentre le imprese private prendono la decisione sui dividendi solo dopo quella sui finanziamenti per gli investimenti, e di conseguenza presentano un andamento più irregolare degli utili.

Anche il tipo di azionista di maggioranza influenza la politica di dividendo. Le famiglie sono il tipo di azionista che esige livelli di payout più elevati, soprattutto a causa dei conflitti interni tra membri e della necessità di poter diversificare il proprio capitale. Le aziende non finanziarie invece sono azionisti non molto propensi al monitoraggio, e richiedono livelli alti di dividendo per tutelarsi contro la possibile cattiva condotta del manager. In ultimo vi sono le banche, che spesso uniscono l'essere

azionisti all'essere creditori, il che offre garanzie maggiori nei riguardi dell'impresa, e per questo accettano livelli di dividendo più bassi.

7 – BIBLIOGRAFIA

1. Allen F. and Michaely R., *Payout policy*, in “*North-Holland Handbook of Economics*”, 2002. DOI: 10.2139/ssrn.309589
2. Andres C. and Betzer A. and van den Bongard I. and Goergen M., *Dividend policy, corporate control and the tax status of the controlling shareholder*, in “*Journal of Industrial and Business Economics*”, n.46, 2019, 157 – 189. DOI: 10.1007/s40812-018-0100-6
3. Barclay M.J. and Smith C.W. and Watts R.L., *The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies*, in “*Journal of Applied Corporate Finance*”, Vol.7 no.4, 1995, 4 - 19. DOI: 10.1111/j.1745-6622.1995.tb00259.x
4. Berzins J. and Böhren Ø. and Stacescu B., *Shareholder Conflicts and Dividends*, in “*Review of Finance*”, 2018, 1807 – 1840. DOI: 10.1093/rof/rfx046
5. Bhattacharya S., *Imperfect information, dividend policy, and the bird-in-the-hand fallacy*, in “*The Bell Journal of Economics*”, vol.10, n.1, 1979, 259 – 270. DOI: 10.2307/3003330
6. Bhattacharyya N. and Elson J.A. and Rondi L., *Executive compensation and agency costs in a family controlled corporate governance structure: the case of Italy*, in “*Int. J. Corporate Governance*”, Vol.5, no.3/4, 2014, 119 – 132. DOI: 10.1504/IJCG.2014.064727
7. Borokhovich K.A. and Brunarski K.R. and Harman Y. and Kehr J.B., *Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs*, in “*The Financial Review*”, n.40, 2005, 37 – 65. DOI: 10.1111/j.0732-8516.2005.00092.x
8. Bremberger F. and Cambini C. and Gugler K. and Rondi L., *Dividend Policy in Regulated Network Industries: Evidence from Eu*, in “*Economic Inquiry*”, Vol.54, no.1, 2016, 408 – 432. DOI: 10.1111/ecin.12238
9. Fenn J.W. and Liang N., *Corporate payout policy and managerial stock incentives*, in “*Journal of Financial Economics*”, no.60, 2001, 45 - 72. DOI: 10.1016/S0304-405X(01)00039-3

10. Ferreira White L., *Executive compensation and dividend policy*, in “*Journal of Corporate Finance*”, n.2, 1996, 335 - 358. DOI: 10.1016/0929-1199(96)00003-X
11. Garrett I. and Priestley R., *Dividend growth, Cash flow, and Discount Rate News*, in “*Journal of Financial and Quantitative Analysis*”, Vol.47, no.5, October 2012, 1003 – 1028. DOI: 10.1017/S0022109012000427
12. Gaver J.J. and Gaver K.M., *Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*, in “*Journal of Accounting and Economics*”, no.16, 1993, 125 - 160. DOI: 10.1016/0165-4101(93)90007-3
13. Geiler P. and Renneboog L., *Executive remuneration and the payout decision*, in “*CentER Discussion Paper*”, vol.2014-032, 2014. DOI: 10.1111/corg.12127
14. Gordon M.J. and Shapiro E., *Capital equipment analysis: The required rate of profit*, in “*Management Science*”, Vol.3, no.1, 1956, 102 – 110. DOI: 10.1287/mnsc.3.1.102
15. Iaskov D. and Weisskopf J., *Pay-out policies in founding family firms*, in “*Journal of Corporate Finance*”, n.33, 2015, 330 – 344. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2015.01.003
16. Jensen M.C. and Meckling W.H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in “*Journal of Financial Economics*”, no.3, 1976, 305 – 360. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
17. La Porta R. and Lopez-De-Silanes F. and Shleifer A. and Vishny R.W., *Agency Problems and Dividend Policies around the world*, in “*The Journal of Finance*”, Vol. LV, no.1, 2000. DOI: 10.1111/0022-1082.00199
18. Laffont J.J. e Martimort D., *The Theory of Incentives: the Principal-Agent model*, published by “*Princeton University Press*”, 2001.
19. Lintner J., *Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations*, in “*The Review of Economics and Statistics*”, vol.44, no.3, 1962, 243- 269. DOI: 10.2307/1926397

20. Mancinelli L. and Ozkan A., Ownership structure and Dividend policy: Evidence from Italian firms, in “The European Journal of Finance”, Vol.12 no.3, 2006, 265 - 282. DOI: 10.1080/13518470500249365
21. Marris R., *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, London: Macmillan Publishers, 1964.
22. Mazur M. and Wu B.H.T., *Founding Family Firms, CEO incentive pay, and Dual Agency Problems*, in “*Journal of Small Business Management*”, 2016. DOI: 10.1111/jsbm.12237
23. Michaely R. and Roberts M.R., *Corporate dividend policies: lessons from private firms*, in “*The Review of Financial Studies*”, vol.25, no.3, 2012, 711 – 746. DOI: 10.1093/rfs/hhr108
24. Michaely R. and Roberts M.R., *Dividend smoothing, agency cost, and information asymmetry: lessons from the Dividend Policies of private firms*, in *Online*, 2006. DOI: -
25. Miller M.H. and Modigliani F., *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, in “*The Journal of Business*”, Vol.34, no.4, 1961, 411 – 433. DOI: 10.2307/2351143
26. Panigrahi S. and Zainuddin Y., *Dividend Policy Decisions: Theoretical Views and Relevant Issues*, in “*Economics and Finance*”, Vol.1 no.1, 2015, 43 - 58. DOI: 10.12988/ref.2015.596
27. Renneboog L. and Trojanowski G., *Patterns in payout policy and payout channel choice*, in “*Journal of Banking Finance*”, no.35, 2011, 1477 - 1490. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2010.10.028
28. Rozeff M.S., *Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios*, in “*The Journal of Financial Research*”, Vol.5 no.3, 1982. DOI: 10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x
29. Shleifer A. and Vishny R.W., *A Survey of Corporate Governance*, in “*The Journal of Finance*”, Vol.52, no.2, June 1997. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x
30. Smith Jr W.S. and Watts R.L., *The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*, in “*Journal of Financial Economics*”, no.32, 1992, 262 - 292. DOI: 10.1016/0304-405X(92)90029-W

31. Sonenshine R. and Larson N. and Cauvel M., *Determinants of CEO Compensation before and after the Financial Crisis*, in “*Modern Economy*”, no.7, 2016, 1445 – 1477. DOI: 10.4236/me.2016.712133