



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale
in Amministrazione,
Finanza e Controllo.

Tesi di Laurea

**Politiche di
distribuzione
dei dividendi
nelle società
non quotate
italiane**

Relatore

Ch. Prof. Federico Beltrame

Laureando

Mattia Tognon

Matricola

839173

Anno Accademico

2019 / 2020

SOMMARIO

INDICE DELLE TABELLE E FIGURE	4
INTRODUZIONE.....	5
CAPITOLO 1 – REVISIONE DELLA LETTERATURA SUI DIVIDENDI	7
1.1 Definizioni.....	7
1.2 Aspetti giuridici dei dividendi.....	7
1.3 Natura dei dividendi	9
1.4 Politiche di distribuzione dei dividendi.....	10
1.4.1 Residual theory.....	11
1.4.2 Stability Theory.....	11
1.5 Impatto dei dividendi sul valore di mercato.....	15
1.6 Pay_out Policy e Buyback.....	20
CAPITOLO 2 - LA POLITICA DEGLI UTILI E DEI DIVIDENDI NELLE SOCIETÀ ITALIANE NON QUOTATE	24
2.1 Piccole e medie imprese.....	24
2.2 Gestione degli utili per le società non quotate	27
2.3 La manipolazione dei bilanci	30
2.4 Dividendi vs. compenso amministratori.....	33
CAPITOLO TERZO - ANALISI QUANTITATIVA DI SOCIETÀ NON QUOTATE	38
3.1 Ricerca sulla gestione degli utili delle PMI.....	38
3.2 Analisi pratica delle politiche di distribuzione dei dividendi.....	44
CONCLUSIONI.....	51
BIBLIOGRAFIA.....	52
SITOGRAFIA	58
RINGRAZIAMENTI	59

INDICE DELLE TABELLE E FIGURE

Tabella 1: Società italiane del settore non finanziario classificate secondo la dimensione e la quotazione in Borsa. Periodo 2005-2016	25
Tabella 2: ROE.....	42
Tabella 3: Test di Kolmogorov-Smirnov a campione singolo	42
Tabella 4: Campione 1 - Distribuzione Dividendi	48
Tabella 5: Campione 2 - Distribuzione Dividendi	49
Tabella 6: Campione 1 e 2 - Distribuzione Dividendi.....	50
Figura 1: Distribuzione attorno allo zero dei rapporti utili/asset di un grande campione di SME portoghesi nel biennio 2001-2002.....	29
Figura 2: Confronto della distribuzione empirica dei ROE con una variabile normale avente gli stessi parametri	43

INTRODUZIONE

Un'attività economica nasce grazie ad un'idea imprenditoriale che può avere come oggetto la produzione o lo scambio di beni e/o servizi. Tali obiettivi rappresentano la *Mission* dell'azienda, ossia lo scopo per cui la società è presente nel mercato. L'imprenditore, dunque, organizzerà un insieme di beni al fine di soddisfare la domanda presente nel mercato, creando così valore aggiunto nel mercato stesso.

Per la maggior parte degli imprenditori creare valore non significa solamente soddisfare la richiesta del mercato con i propri prodotti o servizi, ma significa anche ottenere un margine reddituale positivo dopo essere riusciti a sostenere, tramite i ricavi realizzati, tutti i costi necessari allo svolgimento dell'attività. Parliamo dunque delle società che hanno scopo di lucro. Sulla base di questi presupposti, diversi studiosi hanno approfondito le tematiche legate alla creazione e alla successiva distribuzione della ricchezza tra i soci.

Il presente elaborato verterà sull'analisi delle politiche di distribuzione dei dividendi, illustrando nel primo capitolo le caratteristiche tecniche dei dividendi e la disciplina giuridica italiana, passando poi alla trattazione delle principali teorie delle politiche di distribuzione dei dividendi esistenti.

Nel secondo capitolo saranno inizialmente presentate le società che caratterizzano il tessuto economico italiano, ossia le piccole-medie imprese, addentrandosi poi in uno studio condotto su un campione di società con caratteristiche assimilabili alle PMI italiane e dal quale sono emersi spunti interessanti in termini di manipolazione dei bilanci al fine di "pilotare" l'emersione di utili d'esercizio. Saranno poi analizzate alcune circostanze di risparmio fiscale rilevanti, e spesso presenti, nel contesto economico italiano, che possono influenzare la presenza, e la successiva distribuzione, di valore economico sotto forma di dividendi.

Nel terzo ed ultimo capitolo saranno riassunti i risultati di due differenti analisi statistiche condotte su un campione di 100 società italiane. La prima analisi, che ha come riferimento gli utili realizzati, è stata condotta al fine di verificare una possibile applicazione alle PMI italiane delle ipotesi di manipolazione dei bilanci emerse dallo studio portoghese presentato nel secondo capitolo dell'elaborato. La seconda analisi, invece, incentrata sulla presenza di dividendi distribuibili ai soci, esamina i comportamenti delle piccole e medie società italiane, non quotate, con riferimento alle scelte assunte per la distribuzione dei dividendi.

CAPITOLO 1 – REVISIONE DELLA LETTERATURA SUI DIVIDENDI

1.1 Definizioni

Un dividendo può definirsi come la quota di profitti e utili che una società paga ai suoi azionisti (o comproprietari), tenendo presente che quando un'impresa genera un profitto e accumula utili, tali utili possono essere reinvestiti nell'impresa stessa o distribuiti ai soci come dividendo.

Nel caso delle spa, il dividendo annuale per ogni azione, diviso per il prezzo dell'azione, dà come risultato il “rendimento da dividendi”. Gli amministratori di queste società dichiarano l'ammontare del dividendo in occasione dell'assemblea degli azionisti e il pagamento deve essere approvato dal consiglio di amministrazione e sarà poi effettuato a una data prestabilita. Gli azionisti riceveranno dividendi proporzionati alla loro quota azionaria, che possono essere versati sotto forma di denaro contante, oppure con mezzi non liquidi, ovvero con azioni bonus emesse gratuitamente.

Anche nel caso delle srl gli utili possono essere corrisposti ai soci come dividendi, in proporzione alla loro quota di comproprietà oppure, in alternativa, possono essere accantonati in riserve, di tipo obbligatorio o facoltativo¹.

1.2 Aspetti giuridici dei dividendi

Le norme che regolano l'assegnazione dei dividendi agli azionisti delle spa, dalla delibera dell'assemblea dei soci sino alla distribuzione effettiva, sono contenute in alcuni articoli del Codice Civile. In particolare, per le spa, vale quanto segue:

- La deliberazione sulla distribuzione degli utili è regolata dagli artt. 2262, 2328 n. 7, 2350 e 2428. Tale deliberazione compete all'assemblea che si riunisce per l'approvazione del bilancio (art. 2364, n. 1) oppure, nel caso in cui il bilancio sia approvato dal consiglio di sorveglianza, la deliberazione spetta all'assemblea convocata secondo il disposto dell'articolo 2364 bis, secondo comma.

¹ Per una trattazione generale sul tema dei dividendi si veda, ad esempio: AA.VV. (2016). Politiche finanziarie e Strategie di investimento. Università Ca' Foscari – Collana Create, Venezia, McGraw-Hill Education, p. 144 e ss.

Gli art. 2303 e 2621 n. 2 stabiliscono che non possono essere corrisposti ai soci dividendi sulle azioni, qualora non vi siano utili effettivamente realizzati e dimostrati da un bilancio approvato regolarmente. D'altra parte, se si verifica una perdita di capitale sociale, non può aver luogo alcuna ripartizione di utili, fino a che il capitale non sia reintegrato o ridotto in misura corrispondente (artt. 2413 e 2446). I dividendi erogati in violazione delle disposizioni degli articoli summenzionati non sono ripetibili, se i soci li hanno riscossi in buona fede in base a bilancio regolarmente approvato, da cui risultano utili netti corrispondenti (art. 2321).

È interessante notare che la più recente formulazione dell'art. 2328² stabilisce che l'atto costitutivo della società in oggetto, a cui si riferisce la precitata normativa di erogazione degli utili, deve avere forma di atto pubblico ma può consistere non solo di un contratto tra più parti ma anche di un atto unilaterale. Ne consegue, perciò, che il regime di una spa e quello di una srl sono parificati di diritto. Per le società a responsabilità limitata, infatti, è prevista la costituzione anche in forma di società unipersonali.

Un'ulteriore corrispondenza del regime delle spa e di quello delle srl è stata stabilita dalla Cass. Civile, con la sentenza n. 2020/2008. In tale occasione, la suprema Corte ha stabilito che anche per le società a responsabilità limitata non sussiste il diritto del socio alla corresponsione degli utili se non vi sia stata, in precedenza, una corrispondente deliberazione dell'assemblea dei soci, alla quale compete altresì il potere di disporre, in alternativa, l'accantonamento o l'eventuale reimpiego dei dividendi³.

I passi che conducono al pagamento dei dividendi ai soci o agli azionisti di una società di capitali, sono i seguenti:

1. La società genera profitti e utili non distribuiti.
2. Il management team decide di erogare alcuni utili in eccesso ai soci (o azionisti), anziché destinarli al reinvestimento.
3. Il consiglio di amministrazione approva il dividendo previsto.
4. La società annuncia il dividendo e il suo ammontare, nonché la data in cui verrà pagato.
5. Alla scadenza prevista, il dividendo viene pagato ai soci (o azionisti).

² La formulazione originale dell'art. 2328 C.C. risale al R.D. n. 262 del 16 marzo 1942, ed è stata modificata dall'art. 1 del D.Lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003, dall'art. 5 del D.Lgs. n. 37 del 6 febbraio 2004 e dall'art. 37 del D.Lgs. n. 39 del 27 gennaio 2010.

³ La corrispondenza tra il regime delle spa e quello delle srl è importante in vista del capitolo finale di questa tesi, che prevede un'analisi dei dati di bilancio di un campione di società italiane non quotate, in forma di spa e di srl.

1.3 Natura dei dividendi

Per quanto concerne la natura dei dividendi, come è già stato anticipato, essi possono essere corrisposti in contanti o in altro modo. I dividendi vengono generalmente pagati in contanti agli azionisti delle spa ma a volte, invece dei pagamenti in contanti, vengono emesse delle azioni destinate agli azionisti già esistenti, senza alcun pagamento in contanti. In tal caso, avviene un'emissione di azioni bonus.

Il dividendo può anche essere dichiarato e destinato al pagamento al termine dell'esercizio, dopo la finalizzazione dei conti. In tale occasione, gli amministratori giudicano la posizione finanziaria dell'impresa e, se questa è in utile, propongono l'importo del dividendo da sottoporre all'assemblea annuale. Tale dividendo è chiamato dividendo finale, mentre qualsiasi dividendo pagato tra due assemblee generali annuali è un dividendo intermedio.

L'importo del dividendo può essere fisso o variabile. Nelle spa, in caso di profitto, gli azionisti privilegiati hanno il diritto di ottenere dividendi a tasso fisso, entro i termini della loro emissione. Gli azionisti ordinari hanno invece il diritto di ritirare il dividendo dal saldo residuo dopo il pagamento del dividendo privilegiato e il loro tasso di dividendo può perciò variare di anno in anno a seconda del volume degli utili.

La tipologia dei dividendi comprende⁴:

- **Contanti:** è la forma più semplice e più comune, costituita dal pagamento di denaro effettuato dalla società direttamente agli azionisti o comproprietari. Il pagamento viene solitamente effettuato elettronicamente (a mezzo di bonifico bancario), ma può anche essere pagato tramite assegno o in contanti. I dividendi in contanti sono la forma più popolare di dividendo e, in tali occasioni, gli azionisti o comproprietari ricevono assegni per gli importi dovuti. In tal caso, la liquidità generata dagli utili aziendali viene utilizzata per pagare dividendi in contanti e questo è, in genere, il tipo di dividendi più utilizzato e più apprezzato dagli azionisti o soci.
- **Stock:** i dividendi in azioni vengono pagati agli azionisti emettendo nuove azioni della società. Il pagamento avviene proporzionalmente, in base al numero di azioni che il socio possiede già.
- **Scrip:** per "dividendo scrip" si intende il pagamento del dividendo tramite quote di proprietà o azioni di nuova emissione. A volte le imprese hanno bisogno della liquidità

⁴ AA.VV. (2016). Politiche finanziarie e Strategie di investimento, op. cit., p. 144 e ss.; A. Damodaran (2006) Finanza aziendale. Milano APOGEO, p. 461 e ss.; A. Mantovi, A. Schianchi (2011). Dividendi. Un contributo alla teoria dell'impresa. Roma, Carocci.

generata dagli utili aziendali per soddisfare i propri requisiti o impegni a breve scadenza, per cui preferiscono trattenere il pagamento del dividendo in contanti a causa della temporanea carenza di liquidità. In tali casi la società può procedere a un aumento (gratuito) del capitale e alla successiva distribuzione ai soci delle quote (o azioni) corrispondenti a tale aumento, in proporzione di quelle già possedute dai beneficiari.

In generale, l'emissione di dividendi azionari appare giustificata qualora una spa abbia conseguito utili sufficienti per distribuire dividendi ma la sua liquidità è temporaneamente limitata poiché la maggior parte dei proventi è legata a crediti esigibili a scadenza.

1.4 Politiche di distribuzione dei dividendi

In generale, una teoria dei dividendi ha lo scopo di spiegare la connessione tra dividendi e vari fattori causali che possono incidere sulla loro determinazione. Le politiche dei dividendi effettivamente praticate si basano invece sul comportamento osservato delle imprese, ovvero sulle loro procedure di remunerazione dei soci/azionisti. In pratica, tali politiche possono non essere completamente spiegate da semplici teorie.

La questione chiave per comprendere il ruolo delle teorie dei dividendi è la possibilità che le politiche dei dividendi implicite in tali teorie possano realmente avere un impatto sul valore delle imprese che le adottano. Questo è il tema approfondito da Modigliani e Miller nel loro articolo *Dividend Policy, Growth, and the Valuation Of Shares*⁵. I due autori propendono per l'irrelevanza della politica dei dividendi e sostengono che essa non abbia alcun impatto sul valore iniziale delle azioni. Tuttavia, Modigliani e Miller ipotizzano un mercato dei capitali che funziona senza alcuna imperfezione, al cui interno si può assumere che il valore di un'impresa sia costituito dai suoi flussi monetari. In pratica, però, le imprese non operano in un tale mercato perfetto e, anzi, le loro scelte sono condizionate proprio dalle imperfezioni dei loro reciproci rapporti economici e finanziari, come osservano Berk e Demarzo⁶.

Pertanto, alcune imperfezioni di rilievo del mercato dei capitali, fra cui le tasse, gli oneri delle transazioni e le asimmetrie nell'accesso alle informazioni condizionano le scelte delle imprese in materia di politica dei dividendi. Al riguardo, è utile analizzare i motivi per cui alcune realtà aziendali procedono alla distribuzione dei dividendi mentre altre optano, in via

⁵ M.H. Miller, F. Modigliani (1961). *Dividend Policy, Growth, and the Valuation Of Shares*. The Journal of Business 34,4, pp. 411 – 433. M. Dallochio, D. Tzivelis, M.A. Vinzia (2011). *Finanza per la crescita sostenibile. Scelte di struttura finanziaria e politica dei dividendi*. Milano, Egea, pp. 2-7.

⁶ J. Berk, P. Demarzo (2015). *Finanza Aziendale 1*. Milano, Pearson Italia, pp. 621-656.

prioritaria, per destinare gli utili all'aumento del capitale, evidenziando i principali vantaggi e svantaggi di queste particolari scelte.

Si è scelto di concentrare l'analisi su due fra le principali teorie dei dividendi:

1. Teoria dei dividendi residui (Residual Theory).
2. Teoria della stabilità (Stability Theory).

1.4.1 Residual theory

La residual theory (o teoria dei dividendi residui) suggerisce che il dividendo pagato da un'impresa dovrebbe essere considerato un residuo, ovvero l'ammontare residuo dopo che sono state sfruttate tutte le opportunità di investimento accettabili. In altri termini, secondo questa teoria, l'impresa pagherà dividendi di importo pari agli utili residui, ovvero con i fondi che rimangono dopo che è stato raggiunto il livello ottimale di spese in conto capitale, ovvero sono state finanziate tutte le opzioni di investimento disponibili⁷. Ne consegue che la politica dei dividendi residui ha un senso se l'obiettivo primario dell'impresa sono gli investimenti, per cui il valore aziendale risulta essere una funzione diretta delle sue decisioni di investimento, mentre la politica dei dividendi è irrilevante e non dà alcun contributo a questo tipo di valutazione.

Nell'ambito di una politica dei dividendi residui, eventuali piani di allocazione degli utili in investimenti vari (e prioritari) determineranno livelli di dividendi variabili e produrranno un certo livello di volatilità di tali dividendi nel tempo.

Pertanto, due fattori contribuiscono a questa volatilità:

1. Variabilità dell'utile netto annuo.
2. Esistenza di diverse opportunità di investimento.

Se il rapporto debito/patrimonio si mantiene relativamente costante, allora la combinazione dei due fattori appena indicati significa che una politica di dividendi residui comporterà un'instabilità degli stessi che può essere molto marcata e nociva per l'immagine dell'impresa nel mercato. Questo è il principale motivo per cui le imprese raramente seguono, in pratica, una politica fondata sulla teoria dei dividendi residui.

1.4.2 Stability Theory

Come si è visto, la politica dei dividendi di un'impresa ha l'effetto di dividere i suoi utili netti in due comparti: utili non distribuiti e dividendi. Gli utili non distribuiti incrementano i fondi disponibili per finanziare la crescita a lungo termine dell'impresa e rappresentano una

⁷ H. Kent Baker (2011). Dividends and Dividend Policy. New York, Wiley, pp. 115-126.

delle fonti di finanziamento più significative in termini di raccolta di risorse per intraprendere investimenti.

Per quanto concerne i dividendi, poiché sono prevalentemente pagati in contanti, per la loro distribuzione si utilizzano prioritariamente i fondi di cassa disponibili. La politica dei dividendi dell'impresa, quindi, influisce sia sul finanziamento a lungo termine sia sulla remunerazione degli azionisti o comproprietari. Di conseguenza, la decisione dell'impresa di pagare i dividendi può essere definita, nel suo insieme, come una decisione di finanziamento a lungo termine e come una decisione di massimizzazione della ricchezza degli investitori⁸.

L'ipotesi che i dividendi siano irrilevanti, ammissibile nella realtà di un mercato dei capitali perfetto, non è generalmente accettabile. In pratica, quindi, ogni impresa segue qualche tipo di politica dei dividendi. In tal senso, quindi, la tipica politica dei dividendi della maggior parte delle imprese consiste nel trattenere una parte degli utili netti, distribuendo l'importo residuo agli azionisti/comproprietari.

La stabilità dei dividendi (insieme alla loro regolarità nel tempo) è considerata una politica auspicabile dai dirigenti della maggior parte delle società⁹. Anche gli azionisti/comproprietari, in genere, apprezzano questa politica e valutano che i dividendi stabili siano preferibili a quelli fluttuanti. Nel caso delle società quotate, a parità di altre condizioni, i dividendi stabili hanno un impatto positivo sul prezzo di mercato dell'azione.

La stabilità dei dividendi si può tradurre in regolarità nella cadenza annuale del pagamento dei dividendi, anche se il loro importo può variare di anno in anno e può non essere strettamente correlato all'importo degli utili.

Tuttavia, la stabilità dei dividendi si riferisce soprattutto agli importi. Al riguardo, si possono distinguere tre forme distinte di stabilità:

1. Dividendo costante per azione. Alcune società seguono la politica di pagamento di un importo fisso per azione come dividendo su base annuale, indipendentemente dalle fluttuazioni degli utili. Questa politica non implica necessariamente che il dividendo per azione non sarà mai aumentato. Infatti, se una società raggiunge nuovi livelli di utili e prevede di mantenerli, il dividendo annuale per azione potrà essere aumentato. La politica dei dividendi con pagamento di un ammontare costante su base annua pone gli azionisti comuni per certi aspetti sullo stesso piano degli azionisti privilegiati senza prendere in considerazione, in modo prioritario, le opportunità di nuovi investimenti all'interno dell'impresa, disponibili per gli azionisti. Questa politica è generalmente preferita dagli investitori e istituzioni che

⁸ M. Dallochio, D. Tzivelis, M.A. Vinzia. (2011). Finanza per la crescita sostenibile. Scelte di struttura finanziaria e politica dei dividendi. Milano, Egea, p. 26 e ss.; A. Damodaran (2006) op. cit., p. 484 e ss.

⁹ A. Damodaran (2006) op. cit., pp. 468-471. H. Kent Baker (2011). Op. cit.

dipendono dai proventi da dividendi per far fronte a spese relativamente costanti per cui, dal loro punto di vista, gli aumenti e le diminuzioni dei valori di mercato, che possono generare opportunità di investimento o disinvestimento, possono anche essere di scarso interesse (o preoccupazione). La prevalenza di questa tipologia di investitori, nell'azionariato o proprietà di un'impresa, tende a favorire la stabilità nella gestione dei dividendi e a stabilizzare automaticamente il valore di mercato delle quote o azioni.

2. Percentuale costante di utili netti. Un rapporto costante tra l'importo dei dividendi e quello degli utili può essere considerato di importanza prioritaria da alcune imprese, le quali scelgono di pagare una percentuale fissa degli utili netti su base annuale. Con questa politica, l'importo dei dividendi fluttuerà in proporzione diretta degli utili. Pertanto, se una società adotta un rapporto di pagamento del 40%, verrà erogato il 40% dell'importo degli utili netti. Questo tipo di politica può essere supportato dal management in quanto legato alla capacità della società di pagare dividendi rapportati agli utili. D'altra parte, con questa politica, anche il finanziamento interno avviene in modo automatico, proporzionalmente agli utili conseguiti. Per ogni prestabilito rapporto di pagamento, l'ammontare dei dividendi e le aggiunte agli utili non distribuiti aumentano o diminuiscono in proporzione agli utili conseguiti e un'interessante caratteristica consiste nel fatto che questa politica rappresenta una garanzia contro il pagamento di dividendi se nell'anno in corso non vi sono stati utili e, d'altra parte, non consente al management di rinunciare alla distribuzione dei dividendi se gli utili sono stati conseguiti.

3. Piccolo dividendo costante per azione più dividendo extra. In base a questa politica, una piccola quantità di dividendo è fissata per minimizzare la possibilità, da parte dei soci/investitori di perdere qualche pagamento di dividendi, mentre il dividendo extra viene aggiunto nei periodi di prosperità. Questo tipo di politica consente a una società di pagare regolarmente un importo costante di dividendi, mentre offre una notevole flessibilità per integrare il reddito degli azionisti/comproprietari, nelle occasioni in cui i guadagni della società sono maggiori del solito.

Nonostante siano state presentate tre modalità distinte di stabilità dei dividendi, generalmente una politica di dividendi stabile fa riferimento alla prima forma di pagamento discussa, ovvero al dividendo costante per azione.

Dal punto di vista degli azionisti/comproprietari e della società, la stabilità dei dividendi presenta alcuni vantaggi:

1. Attenuazione dell'incertezza dell'investitore. Quando una società segue una politica di dividendi stabili, l'importo del dividendo tenderà a non modificarsi in caso di variazioni

temporanee degli utili. Pertanto, quando gli utili dell'impresa diminuiscono e questa continua a pagare dividendi stabili o non molto diversi rispetto al passato, ciò trasmetterà agli investitori la nozione che la realtà e il futuro dell'impresa sono solidi, nonostante l'evidenza della riduzione degli utili.

2. Aspettative di entrate stabili da parte di alcune categorie di investitori. Alcune tipologie di investitori (anziani e pensionati, donne, giovanissimi, ecc.) che desiderano percepire un reddito da dividendi regolare (paragonabile al rendimento dei titoli obbligazionari), preferiranno una società con dividendi stabili, rispetto a un'altra con dividendi fluttuanti.

3. Requisiti degli investitori istituzionali. Alcune istituzioni finanziarie preferiscono allocare i propri capitali in imprese che denotano, nel tempo, il pagamento di dividendi regolari.

4. Raccolta di finanziamenti aggiuntivi. Per i motivi anzidetti, una politica di dividendi stabili è vantaggiosa anche per la società emittente, nel suo sforzo di aumentare gli investimenti dall'esterne. Una politica di stabilità e regolarità dei dividendi, infatti, contribuisce a rendere le azioni di una società un investimento, piuttosto che una speculazione. Pertanto, una reputazione di stabilità dei pagamenti in un sufficiente arco di tempo può venire premiata dagli investimenti dei soci esistenti, o di nuovi soci.

Esistono tuttavia anche svantaggi della stabilità dei dividendi, per i motivi illustrati di seguito. Una volta adottata, la politica dei dividendi stabili non può essere modificata senza compromettere seriamente l'atteggiamento degli investitori e, di conseguenza, la reputazione dell'impresa e la sua posizione finanziaria. Un taglio del dividendo è considerato, da molti investitori, come un taglio dello stipendio. Per evitare questi rischi, gli amministratori possono essere indotti a mantenere la stabilità dei dividendi durante gli anni di "vacche magre", anche se la prudenza finanziaria giustificherebbe l'eliminazione completa dei dividendi o un taglio consistente.

Di conseguenza, il tasso dei dividendi dovrebbe essere fissato a un livello prudente in modo che sia possibile mantenerlo anche in un periodo di scarsi utili, in occasione di cicli negativi che possono durare anche diversi anni. Quando invece gli utili aumentano, per trarre vantaggio dalla prosperità della società, può essere dichiarato un dividendo aggiuntivo. Quando la società cesserà di pagare un dividendo aggiuntivo, ciò non avrà un effetto deprimente sugli investitori paragonabile al mancato pagamento di un dividendo regolare.

Nel complesso, una politica di dividendi stabili è vantaggiosa sia per gli investitori sia per la società, in considerazione dei seguenti aspetti:

- (a) È un segno del normale andamento della società e delle sue operazioni.
- (b) Contribuisce a stabilizzare il valore di mercato delle azioni.

- (c) Crea fiducia negli investitori.
- (d) Fornisce una fonte di sostentamento agli investitori che interpretano i dividendi come proventi utilizzabili per far fronte alle proprie spese correnti.
- (e) Soddisfa i requisiti degli investitori istituzionali, che preferiscono società con dividendi stabili.
- (f) Si traduce in un flusso continuo di reddito a livello nazionale e perciò contribuisce a stabilizzare l'economia nazionale.

D'altra parte, se vengono pagati agli azionisti dividendi instabili o insufficienti, ne risulta sminuita l'immagine della posizione finanziaria della società, nelle menti degli investitori, i quali potrebbero scegliere di liquidare le loro partecipazioni. È evidente che ciò influirebbe negativamente sul prezzo di mercato delle azioni della società.

Si tenga presente, tuttavia, che nonostante gli aspetti positivi appena menzionati una politica di dividendi stabili presenta anche alcuni svantaggi. In particolare, se una politica di questo tipo viene seguita da una società per alcuni anni, in seguito non è molto facile cambiarla. Inoltre, se una società paga dividendi stabili a dispetto della sua incapacità di conseguire utili sufficienti nel tempo, questa politica sarà a lungo termine molto dannosa.

1.5 Impatto dei dividendi sul valore di mercato

Miller e Modigliani sostengono l'irrelevanza dei dividendi in relazione al valore di un'impresa poiché tale valore, secondo le loro valutazioni, è determinato dal suo potere di ottenere profitti a fronte degli investimenti effettuati¹⁰. Ne consegue che, secondo Miller e Modigliani il modo in cui l'impresa sceglie di distribuire i propri profitti, sotto forma di dividendi o reinvestimenti, non è rilevante ai fini della valutazione dell'impresa nel mercato. D'altra parte, aggiungono gli stessi autori¹¹, gli investitori sono indifferenti se gli utili societari sono destinati a dividendi o reinvestimenti poiché è ammissibile che, se hanno bisogno di liquidità, possano vendere senza difficoltà (o costi) alcune delle proprie azioni. In tal caso, ipotizzando un mercato monetario senza imperfezioni, il rendimento ottenuto dagli azionisti sarebbe lo stesso, indipendentemente dal fatto che gli utili siano versati o reinvestiti, e ne consegue che la politica dei dividendi è irrilevante dal punto di vista dell'azionista. In

¹⁰ M.H. Miller, F. Modigliani F. (1961), op. cit.

¹¹ *Ibidem*.

realtà, come mostra F. Beltrame¹², la scelta se distribuire o investire è irrilevante se l'impresa ha un ROE pari al costo del capitale proprio, perché in tal caso non vi è comunque alcuna creazione di valore a vantaggio degli azionisti.

La teoria della rilevanza dei dividendi è stata sviluppata da Lintner¹³ e Gordon¹⁴ e afferma che esiste una relazione diretta tra il valore di mercato di una società e la sua politica dei dividendi. Un ulteriore argomento aggiunto alla formulazione originaria di questa teoria è che gli investitori attribuiscono al dividendo corrente maggior valore rispetto ai dividendi o alle plusvalenze che potranno esservi in futuro. Questa affermazione si basa sull'idea che un certo dividendo certo, in data odierna, sia più prezioso dei flussi di cassa o dei rendimenti incerti del futuro¹⁵. Ciò conferma gli assunti di Lintner¹⁶ e Gordon¹⁷, secondo i quali i dividendi retribuiti in contanti appaiono più certi e sono quindi più apprezzati dagli investitori, che li giudicano meno rischiosi rispetto ai dividendi dilazionati. Gli autori citati, quindi, concordano sul fatto che i dividendi pagati “a pronti” hanno rilievo informativo e costituiscono un segno di buona salute delle imprese, che ha un effetto positivo sui corsi delle loro azioni¹⁸.

La decisione se pagare o meno i dividendi, e in che misura, è influenzata da diversi fattori¹⁹. Come si è visto in precedenza, in tema di *Stability Theory* (par. 1.4.2), la politica dei pagamento di una società, per quanto riguarda i dividendi, è generalmente conservativa e poco soggetta a variazioni, il che significa che i gestori sono riluttanti a tagliare i dividendi o persino a provare a cambiare la politica in qualsiasi modo. Il motivo principale è che il taglio dei dividendi è spesso identificato, dal punto di vista del mercato, come un provvedimento attuato da una società che ha difficoltà finanziarie. Pertanto, la riduzione dei dividendi può facilmente creare l'impressione che vi siano problemi e ciò contribuisce a generare incertezza in merito alla solidità dell'impresa in oggetto e può influire sulla volatilità del suo corso azionario²⁰.

¹² F. Beltrame (2020). Slides dalle Lezioni di Politiche Finanziarie e Strategie di Investimento. Università Ca' Foscari di Venezia, a.a. 2019-2020.

¹³ J. Lintner (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends Retained Earnings and Taxes. *The American Economic Review*, vol. 46, 2, pp. 97-113.

¹⁴ M.J. Gordon (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Management of Corporate Capital*, vol. 18, 2, pp. 264-272.

¹⁵ AA.VV. (2016). Politiche finanziarie e Strategie di investimento. Op. cit., p. 160 e ss.; F. Beltrame (2020). Op. cit.

¹⁶ J. Lintner (1956), op. cit.

¹⁷ M.J. Gordon (1963), op. cit.

¹⁸ Università Ca' Foscari (2016), op. cit. p. 163.

¹⁹ A. Brav, J.R. Graham, R.H. Campbell, R. Michaely (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, vol. 77, 3, p. 483-527.

²⁰ *Ibidem*.

La politica dei dividendi di una società e il suo potenziale effetto sulla corrispondente volatilità del corso delle azioni sono stati oggetto di discussioni e studi per decenni. Tuttavia, i risultati di tali ricerche hanno evidenziato interessanti indizi ma non hanno portato a risultati conclusivi. Ad esempio Hussainey e coll.²¹, hanno esaminato la relazione tra la politica dei dividendi e la volatilità dei corsi azionari nel mercato del Regno Unito per un periodo di 10 anni, dal 1998 al 2007. Si osserva che alcune notevoli limitazioni, concernenti il loro studio, sono date dal fatto che sono state esaminate solo le società quotate nel Regno Unito, con esclusione di quelle appartenenti al settore finanziario a causa del particolare contesto normativo cui erano soggette. I loro risultati hanno indicato un'evidente relazione tra la politica dei dividendi di un'impresa e le fluttuazioni dei corsi azionari. In particolare, è emersa una relazione negativa tra l'entità dei rendimenti da dividendi e la volatilità del prezzo delle azioni, nel senso che all'aumentare del rendimento da dividendi, la volatilità del prezzo delle azioni diminuiva (e viceversa, in caso di diminuzione del rendimento). D'altra parte, i risultati di questi autori indicano che la volatilità dei corsi azionari è influenzata principalmente dal payout ratio dei dividendi e non dal loro importo assoluto, ovvero ha rilievo, sul corso azionario, la percentuale degli utili pagati come dividendi²².

In precedenza, Baskin²³ aveva condotto ricerche nel mercato statunitense (imprese del database *Fortune 500*), che miravano a individuare i fattori che hanno un impatto sia sulla volatilità dei corsi azionari sia sulle politiche dei dividendi, fra cui in particolare le dimensioni e la crescita patrimoniale delle imprese, il livello di indebitamento e la volatilità degli utili. Ne è emerso che il livello del debito delle imprese aveva la più alta correlazione con la volatilità dei corsi azionari. La dimensione dell'impresa ha denotato una relazione negativa con la volatilità dei corsi (più grande è l'impresa e meno fluttua il corso delle sue azioni) mentre il livello del debito ha mostrato una chiara relazione positiva, ovvero maggiore è il livello di indebitamento delle imprese e più accentuata è la volatilità dei loro corsi azionari. Ciò non dovrebbe sorprendere dal momento che le società che incorrono in elevati rapporti debito/patrimonio netto alimentano le loro attività di investimento e finanziamento con fondi presi in prestito, sottostando inevitabilmente alla necessità che gli utili superino i costi dei fondi ricevuti in prestito, anche in periodi di difficoltà finanziaria e recessione. Tutto ciò contribuisce a spiegare il livello di incertezza del mercato legato all'indebitamento, che può dar luogo a corsi azionari più volatili.

²¹ Hussainey K., Mgbame O., Mgbame M, (2011) Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, 12, 1, p. 57-68.

²² *Ibidem*.

²³ J. Baskin (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, 18, 1, pp.26-35.

Il rapporto tra dividendi e valore di mercato dell'impresa ha ricevuto meno attenzione, in letteratura e nella ricerca empirica, rispetto al rapporto tra dividendi e prezzo delle azioni. Von Eije e coll.²⁴ hanno condotto uno studio quantitativo sulle imprese negli Stati Uniti per testare l'impatto delle politiche dei dividendi sulla valutazione del rischio delle imprese. La ricerca ha fornito molte informazioni su come le società con diverse e mutevoli politiche dei dividendi siano esposte a diversi tipi di rischio. Un altro aspetto di rilievo è quello posto in evidenza da Goyal e Muckley²⁵ che, coerentemente con i riscontri di precedenti ricerche svolte da Brockman e Unlu²⁶, hanno concluso che la decisione di pagare un dividendo stabile può essere guidata dall'intento di promuovere e diffondere la reputazione dell'azienda. Ancora una volta, facendo riferimento all'effetto di segnalazione del dividendo e al modo in cui ciò può avere un impatto sul processo decisionale relativo alle politiche sui dividendi.

Un altro tema interessante è il ruolo delle informazioni asimmetriche, dati i loro effetti sul capitale delle imprese²⁷. Masulis e Korwar²⁸ e Mikkelson e Partch²⁹, hanno rilevato che il prezzo delle azioni di una società tende a diminuire a seguito di annunci di nuove emissioni azionarie. Myers e Majluf³⁰ hanno mostrato che, a causa di informazioni asimmetriche, gli attori del mercato interpreteranno le questioni azionarie come cattive notizie poiché, in genere, i gestori sono inclini ad attuare nuove emissioni quando il corso delle azioni è troppo elevato. Tuttavia, Healy e Palepu³¹ hanno posto in evidenza che i gestori delle imprese dispongono di informazioni migliori e più approfondite rispetto agli investitori esterni.

Esempi forniti da Dye³² suggeriscono che è generalmente accettata tra gli operatori del mercato e gli studiosi e ricercatori, l'esistenza di un'asimmetria informativa tra la direzione aziendale e gli esterni. In particolare, l'implicazione che il dividendo di un'impresa ha un effetto di segnalazione e veicola informazioni dirette agli operatori esterni non è una novità. In particolare, un aumento del dividendo vale a diffondere, all'esterno dell'impresa,

²⁴ H. Von Eije, Goyal A., Muckley C. (2013). How do dividend policies influence firm risks? University of Groningen, Faculty of Economics and Business, pp. 1-34.

²⁵ A. Goyal, C. Muckley (2013). Cash dividends and investor protection in Asia. *International Review of Financial Analysis*, vol. 29, September, pp. 31-43.

²⁶ P. Brockman, E. Unlu (2009). Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Costs of Debt. *Journal of Financial Economics*, 92, pp. 276–299.

²⁷ J. Baskin (1989), op. cit.

²⁸ W. Masulis, A. Korwar (1986). Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation. *Journal of Financial Economics*, 15, 2), pp.91-118.

²⁹ H. Mikkelson, M. Partch (1986). Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics*, 15, 2, pp.31-60.

³⁰ C. Myers, S. Majluf (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 2, pp.187-221.

³¹ M. Healy, K.G. Palepu (1993). The effect of firms financial disclosure strategies on stock prices. . *American accounting association*, vol. 7, 1, pp. 1-11.

³² Dye, R.A. (1988). Earnings Management in an Overlapping Generations Model. *Journal of Accounting Research*, 26, 2, pp.195-235.

l'informazione che i gestori ritengono che gli utili si siano accresciuti in modo continuativo³³.

In tal senso, un tema comune dei contributi degli autori discussi in precedenza è che il dividendo non è solo un'azione intrapresa per distribuire ricchezza ai comproprietari/azionisti, ma è anche un modo per segnalare le aspettative dei gestori in merito alla futura performance dell'impresa. Tuttavia, su questo punto, alcuni ricercatori avanzano alcune critiche. Brealey and Myers³⁴, ad esempio, suggeriscono che il dividendo, pur essendo innegabile che contenga informazioni, dipende da decisioni del management legate più a valutazioni sugli utili passati e sulle performance già evidenziate dall'impresa, piuttosto che dalle aspettative del management per il futuro, da condividere con l'esterno. Pertanto, questi autori³⁵ sostengono che esistono informazioni asimmetriche tra gli attori del mercato e che i manager possono scegliere di far leva su tale asimmetria, usando la politica dei dividendi come strumento per diffondere nel mercato le informazioni sullo stato dell'azienda che ritengono più opportune.

A sostegno della tesi della funzione informativa dei dividendi, Healy e Palepu³⁶ hanno pubblicato uno studio in cui analizzano i cambiamenti della politica dei dividendi e la loro capacità di trasmettere informazioni sui futuri utili delle imprese. Ne è emerso che le società che avviano o aumentano i pagamenti dei dividendi si preparano a cambiamenti positivi negli utili, mentre quelle che limitano il pagamento dei dividendi mostrano una tendenza a risultati negativi negli utili futuri. In contraddizione con la teoria dei segnali, i rendimenti declinano l'anno in cui si verifica l'omissione ma poi migliorano significativamente nei prossimi anni. Tuttavia, come mostrano le ricerche di Healy e Palepu³⁷ queste modifiche in più o in meno degli utili futuri durano generalmente non più di un paio d'anni e non vi è alcuna prova di una riduzione permanente degli utili per le aziende che diminuiscono i pagamenti dei dividendi. Si può aggiungere che Bajaj e Vijh³⁸ mostrano che le azioni ad alto rendimento sono più sensibili alle variazioni del dividendo decise dal management, rispetto a quelle con dividendo inferiore.

³³ J. Lintner (1956), op. cit.

³⁴ R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, P. Mohantly (2018). Principles of Corporate Finance. New York, McGraw-Hill.

³⁵ *Ibidem*.

³⁶ M. Healy, G. Palepu (1988) Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. Journal of Financial Economics, vol. 21, 2, p. 149-175.

³⁷ M. Healy, G. Palepu (1988), op. cit.

³⁸ M. Bajaj, M. Vijh (1990). Dividend clienteles and the information content of dividend changes. The Journal of Financial Economics, vol. 26, 2, pp. 193-219.

1.6 Pay_out Policy e Buyback

Le società premiano i loro azionisti in due modi principali: pagando dividendi o riacquistando azioni. Un numero crescente di *blue chip*, o aziende affermate, sta facendo entrambe le cose. Il pagamento di dividendi e i riacquisti di azioni costituiscono una potente combinazione che può aumentare significativamente i rendimenti degli azionisti³⁹. La principale differenza tra dividendi e riacquisti è che un pagamento di dividendi rappresenta un rendimento definito nell'attuale periodo di tempo, entro il quale (o al termine del quale) sarà tassato, mentre un riacquisto rappresenta un rendimento futuro incerto sul quale le imposte vengono differite fino alla vendita delle azioni.

Riacquisti e dividendi possono aumentare significativamente i rendimenti degli azionisti. Mentre le società pagano dividendi ai propri azionisti a intervalli regolari, in genere da utili al netto delle imposte, su cui gli investitori devono pagare le proprie tasse, le stesse società possono riacquistare azioni dal mercato, riducendo il numero di tali titoli in circolazione, il che può far aumentare il corso delle azioni nel tempo. A lungo termine, i riacquisti possono contribuire a produrre maggiori plusvalenze, ma gli investitori non dovranno pagare le tasse fino a quando non venderanno le azioni.

Pertanto, sia i dividendi sia i riacquisti possono aiutare ad aumentare il tasso complessivo di rendimento derivante dal possesso di azioni di una società. Tuttavia, c'è molto dibattito su quale metodo di restituzione del capitale agli azionisti sia migliore per gli investitori e per le società coinvolte.

È normale che le imprese risparmino una parte dei loro profitti di anno in anno e accumulino quei risparmi in un conto dedicato ai guadagni non distribuiti⁴⁰. Gli utili non distribuiti sono in genere utilizzati per spese in conto capitale o grandi acquisti come attrezzature di fabbrica. Per alcune società, gli utili non distribuiti possono anche essere allocati per pagare dividendi o riacquistare azioni nel mercato aperto.

Per quanto concerne i dividendi, si è visto nei paragrafi precedenti che si tratta di una quota degli utili che una società paga a intervalli regolari ai propri azionisti. Sebbene i dividendi in contanti siano quelli distribuiti più di frequente, le società possono offrire anche le proprie azioni in qualità di dividendo. Tuttavia, come è stato discusso, gli investitori apprezzano le società che pagano dividendi in contanti, poiché, per molti di loro, i dividendi costituiscono una componente importante del rendimento ricorrente dei propri investimenti.

³⁹ E. Picardo (2020). Dividend vs. Buyback: What's the Difference? Investopedia. Dividend Stocks.

⁴⁰ Si veda, ad esempio: A.R. Palmiter (2004). Accumulated Retained Earnings Statement. Law & Valuation. Financial Valuation in Legal Contexts.

Per quanto concerne il mercato statunitense, secondo i dati forniti da Standard & Poors⁴¹, a partire dal 1932 i dividendi in contanti hanno contribuito a quasi un terzo dei rendimenti totali delle azioni statunitensi, mentre le plusvalenze — ovvero gli utili derivanti dall'apprezzamento dei titoli — hanno rappresentato gli altri due terzi dei rendimenti totali.

Le società, in genere, pagano dividendi tratti dai propri utili, al netto delle imposte. Una volta ricevuti tali dividendi, anche gli azionisti devono pagare le imposte sul loro importo, sebbene ad aliquota fiscali favorevoli (in molte giurisdizioni). Le start-up e altre società ad alta crescita come quelle del settore tecnologico, raramente offrono dividendi⁴². Queste aziende spesso segnalano perdite nei loro primi anni e gli utili vengono solitamente reinvestiti per favorire la crescita. Le grandi aziende affermate con flussi prevedibili di entrate e profitti, in genere offrono i migliori pagamenti di dividendi. Le aziende più grandi tendono inoltre ad avere tassi di crescita degli utili inferiori poiché hanno stabilito il loro mercato e già consolidato i propri vantaggi competitivi.

Per quanto concerne i riacquisti di azioni, il maggior vantaggio di questo tipo di operazioni consiste nella riduzione del numero di azioni in circolazione di una data società. Un ulteriore vantaggio è di tipo fiscale: infatti, il pagamento delle imposte avviene sul capital gain anziché sul flusso complessivo, come sarebbe invece nel caso dei dividendi⁴³. Di conseguenza motivo della riduzione del numero di azioni, i riacquisti di azioni hanno generalmente l'effetto di aumentare le misure di redditività azionaria, fra cui in particolare l'utile per azione (EPS) e il flusso di cassa per azione. Inoltre, migliorano anche le misure di performance, come il rendimento del capitale proprio.

Si noti che una società può finanziare il riacquisto delle proprie azioni assumendo debiti, tramite la liquidità disponibile al momento oppure con il flusso di cassa generato dalle operazioni ricorrenti. Si noti che il tempismo è fondamentale affinché un riacquisto azionario sia efficace. L'acquisto di azioni proprie può essere considerato un segno di fiducia del management nei confronti delle prospettive di solidità e di crescita della propria società. Tuttavia, se le azioni successivamente scivolassero per qualsiasi motivo, tale fiducia sarebbe fuori luogo.

A questo punto, è utile una sintesi dei vantaggi e degli svantaggi dei riacquisti di azioni rispetto ai dividendi.

⁴¹ http://www.moneychimp.com/features/market_cagr.htm

⁴² G. Grullon, J.P. Weston, B. Payne, S. Underwood (2018).. *Why Companies Are Actually Doing Investors A Favor By Not Paying Dividends*. Rice University Business Wisdom.

⁴³ F. Beltrame (2020), op. cit.

In primo luogo, i ritorni dei riacquisti azionari non sono garantiti, dato che il rendimento futuro di questo tipo di operazioni è tutt'altro che assicurato. Un punto a favore deve però essere riconosciuto alle imprese a bassa crescita (in particolare alle Blue Chip), per le quali i riacquisti regolari riducono costantemente il numero di azioni in circolazione, il che può indurre gli investitori a compiere valutazioni più elevate per questo tipo di imprese, facendo salire il prezzo delle azioni.

La divulgazione di informazioni positive all'esterno dell'impresa può trarre un notevole vantaggio dai pagamenti di dividendi, perchè sono altamente visibili. Le informazioni sui pagamenti di dividendi sono facilmente disponibili attraverso siti web finanziari e siti di relazioni sociali frequentati da investitori. Le informazioni sui riacquisti, per contro, non sono così facili da reperire e generalmente richiedono analisi approfondite tramite i comunicati stampa aziendali.

Dal punto di vista della flessibilità operativa, i riacquisti offrono una maggiore flessibilità nei confronti dell'impresa e dei suoi investitori. Una società, infatti, non ha l'obbligo di completare un programma di riacquisto dichiarato entro un periodo di tempo specificato tassativamente. Pertanto, se insorgono difficoltà economiche, il management può decidere di rallentare il ritmo dei riacquisti, per risparmiare denaro.

Sebbene i pagamenti di dividendi siano discrezionali, da parte della società che li paga, la loro riduzione o eliminazione non è considerata favorevolmente dagli investitori. Il risultato potrebbe portare gli azionisti a vendere le loro partecipazioni in blocco se il dividendo viene ridotto, sospeso o eliminato.

Ci si può chiedere quali gruppi di società abbiano ottenuto risultati migliori nel tempo, tra quelli in cui si pagano costantemente i maggiori dividendi o tra quelli in cui si effettuano i maggiori riacquisti. Una risposta in tal senso può venire dall'analisi empirica dei dati disponibili nel mercato statunitense, nel quale esiste un indice di società che pagano prevalentemente dividendi e un indice di società che effettuano prevalentemente riacquisti. Infatti, l'indice *S&P 500 Dividend Aristocrats* ha società che hanno raccolto dividendi ogni anno negli ultimi 25 anni consecutivi o più⁴⁴.

Per contro, l'indice *S&P 500 Buyback* ha le prime 100 azioni con i rapporti di riacquisto più alti, come si può dedurre dall'importo dei contanti pagati per i riacquisti di azioni negli ultimi quattro trimestri divisi per il totale della capitalizzazione di mercato dell'azienda⁴⁵.

⁴⁴ S&P Dow Jones Indices (2020). S&P 500 Dividend Aristocrats.

⁴⁵ S&P Dow Jones Indices (2020). S&P 500 Buyback Index.

Tra marzo 2009 e marzo 2019, l'indice S&P 500 Buyback ha registrato un rendimento annuo del 21,09%, mentre l'indice Dividend Aristocrats ha registrato un rendimento annuale del 19,35%. Entrambi hanno superato lo S&P 500, che ha avuto un rendimento annuo del 17,56% nello stesso periodo⁴⁶.

È ugualmente interessante l'analisi del periodo di 16 mesi che è intercorso da novembre 2007 alla prima settimana di marzo 2009, agli esordi della recente crisi economico-finanziaria globale. A quell'epoca, le azioni globali hanno subito uno dei più grandi tracolli di mercato mai registrati⁴⁷. Durante questo periodo, il Buyback Index è crollato del 53,32%, mentre il Dividendo Aristocratici è andato solo un po' meglio, con un calo del 43,60%. Nello stesso periodo, lo S&P 500 è crollato del 53,14%.

⁴⁶ S&P Dow Jones Indices (2020). S&P 500.

⁴⁷ Duke University Judicature (2019). Ten Years from the Bottom. Vol. 103, num. 2; National Bureau of Economic Research (2020). US Business Cycle Expansions and Contractions.

CAPITOLO 2 - LA POLITICA DEGLI UTILI E DEI DIVIDENDI NELLE SOCIETÀ ITALIANE NON QUOTATE

2.1 Piccole e medie imprese

Le piccole e medie imprese (Small Middle Enterprises – SME) costituiscono un'ampia base industriale, artigianale e commerciale pressoché in tutti i Paesi industrializzati, in cui giocano un ruolo significativo per lo sviluppo economico. Sono considerate la spina dorsale dell'economia europea, per la loro capacità di produrre sviluppo sostenibile, soprattutto attraverso l'innovazione⁴⁸. Alla fine del 2014, in Europa, le piccole e medie imprese rappresentavano il 99% delle imprese dell'intera UE, fornendo circa il 67% di tutti i posti di lavoro disponibili nell'Unione⁴⁹.

Si noti che le SME, secondo le definizioni dalla Commissione Europea, sono le imprese che contano meno di 250 persone occupate. Si differenziano perciò dalle grandi imprese (con più di 250 dipendenti) e dalle microimprese (con meno di 10 dipendenti). Le SME dovrebbero inoltre avere un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro e un totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro. Queste definizioni sono importanti - perché fungono da criteri di ammissione ai benefici previsti dai programmi di finanziamento dell'UE, volti a promuovere e sostenere le SME – e sono altresì in relazione a determinate politiche commerciali fra cui, in particolare, le regole di concorrenza specifiche per questa categoria di imprese⁵⁰.

Per quanto concerne la presenza e l'importanza delle SME in Italia e nelle principali nazioni europee, si riportano di seguito alcuni dati aggiornati al 2019⁵¹.

Il panorama italiano comprende circa 4,4 milioni di imprese, delle quali il 95% è costituito da microimprese, il 4,9% da PMI e il rimanente 0,1% da grandi imprese. Dei 4,4 milioni di imprese che costituiscono il tessuto imprenditoriale italiano, il 95% è rappresentato dal comparto microimprese, ossia realtà imprenditoriali con meno di 10 addetti. Seguono le piccole medie imprese (PMI), che hanno tra i 10 ed i 249 addetti ciascuna e pesano per il

⁴⁸ J. Foreman-Peck (2012). Effectiveness and efficiency of SME innovation policy. *Small Business Economics* 41,1, March.

⁴⁹ M. E. Garbelli (2016). Competitive Networking For SME: A Case Study Of Its Success In Italy. *European Scientific Journal* March 2016 edition vol.12, No.7, pp. 1-19.

⁵⁰ *Ibidem*.

⁵¹ G. Sali (2020). Le PMI nell'ecosistemaimprenditoriale italiano: un confronto con l'UE. Osservatori.net.

4,9% sul totale. Infine vi sono le grandi imprese con oltre 250 addetti, che valgono il residuale 0,1%. Ne emerge un evidente squilibrio rispetto alle percentuali europee: la percentuale di microimprese italiane è infatti superiore alla media dell'UE, che raggiunge il 93%, e notevolmente più rilevante rispetto alla media tedesca (82%). Sul fronte opposto, con oltre 250 addetti, le grandi imprese europee contano lo 0,19% del totale dell'UE, cioè quasi il doppio della percentuale italiana, mentre le grandi imprese tedesche raggiungono lo 0,48%, pari a quasi 5 volte la percentuale del nostro Paese⁵².

Per quanto concerne le PMI italiane, esse rappresentano il 21% circa del valore complessivo del mercato interno, il che supera il 20% delle SME europee nel mercato dell'Unione a 28 membri. Note positive, per le imprese italiane, emergono dalla valutazione delle performance. Sotto questo profilo, infatti, l'Italia supera le analoghe medie europee: le PMI nazionali producono un valore aggiunto annuale pari a circa 56,5 migliaia di euro per ogni addetto, che supera abbastanza nettamente la media di 48mila euro delle analoghe imprese europee. Risultati positivi anche sul versante delle grandi imprese: quelle italiane producono 73,7 migliaia di euro per addetto, che superano nettamente i 66mila euro pro-capite del complesso dei 28 Paesi dell'Unione, nonché i 73,2 mila della realtà francese e i 70,7 mila di quella tedesca⁵³.

Dai dati appena riportati si può dedurre che le PMI italiane si segnalano come un segmento di imprese altamente produttivo e dotato di spiccata resilienza dato che, nonostante la recente crisi economico-finanziaria globale, ha mantenuto una dimensione notevole riuscendo altresì a conseguire performance economiche migliori delle corrispondenti imprese europee.

Per meglio comprendere le caratteristiche delle imprese italiane con oltre 10 dipendenti (PMI e grandi imprese) - in relazione all'eventuale quotazione in Borsa, la cui mancanza assumerà rilievo nel terzo capitolo di questa tesi dedicato, appunto, alle imprese non quotate - è opportuno l'esame della seguente Tabella 1, che riporta una serie di dati dell'OCSE del periodo 2005-2016⁵⁴.

Tabella 1: Società italiane del settore non finanziario classificate secondo la dimensione e la quotazione in Borsa. Periodo 2005-2016

⁵² *Ibidem*.

⁵³ *Ibidem*.

⁵⁴ OECD (2020). Capital Market Review of Italy. Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers. OECD Capital Market Series, p. 65.

Year	Category 1: Listed companies		Category 2: Large unlisted companies		Category 3: SMEs part of a group		Category 4: Independent SME	
	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)	Number of companies	Median Assets (Thousands EUR)
2005	192	414 984	2 554	165 609	11 676	7 371	167 015	1 002
2006	209	423 675	2 789	162 163	12 423	7 193	169 220	1 081
2007	231	387 563	2 903	159 624	17 405	4 164	290 891	344
2008	225	369 936	3 102	159 012	18 610	3 946	295 792	375
2009	217	343 463	3 021	158 179	18 625	3 804	288 913	386
2010	213	340 047	3 148	154 979	19 743	3 754	287 775	395
2011	211	352 374	3 113	154 252	19 184	4 215	275 134	445
2012	207	337 447	2 954	156 036	17 844	4 502	263 934	478
2013	210	310 763	2 767	158 477	15 968	4 842	253 682	485
2014	220	294 148	2 879	159 111	16 133	5 260	250 023	488
2015	228	256 682	2 930	159 957	15 705	5 610	256 245	474
2016	227	268 580	2 934	162 353	14 954	6 213	254 946	446

Fonte: OECD (2020)

Si può vedere che le PMI indipendenti o facenti parte di un gruppo, nel periodo 2005-2016, hanno avuto una crescita numerica complessiva pari a circa il 51% (da 178.691 a 269.900), nettamente superiore alla crescita delle grandi società quotate e non quotate, cresciute nello stesso periodo del 15% (da 2.746 a 3.161).

Inoltre, fra le PMI hanno rilievo due particolari segmenti, che denotano un profilo differenziato sia nel tasso di crescita 2005-2016, sia nell'entità del patrimonio individuale, come segue.

1. PMI che fanno parte di un gruppo. Vi rientrano tutte le piccole e medie imprese controllate da una società appartenente alle prime due categorie rappresentate in Tab. 1 (ovvero una società quotata o una grande società non quotata). Fanno parte di questa categoria anche le PMI con sede in Italia ma controllate da una società non italiana o da una società finanziaria italiana. Si è visto in Tab. 1 che le società di questa categoria, nel 2016, erano 14.954, con un patrimonio mediano di 6.213 migliaia di Euro. Poiché i risultati finanziari di ognuna di queste PMI, facenti parte di un gruppo, sono consolidati in quelli della società madre, l'analisi dell'OCSE è stata effettuata sui bilanci non consolidati. In generale, le informazioni disponibili per ciascuna di queste società sono relativamente limitate, e tuttavia far parte di un gruppo può aiutarle ad accedere a eventuali finanziamenti a condizioni migliori rispetto alle PMI indipendenti. D'altra parte, la possibile creazione di un mercato interno dei capitali, nell'ambito del gruppo di appartenenza, può accrescere le opzioni di finanziamento

disponibili per ogni membro del gruppo⁵⁵. I dati OCSE in Tab. 2 mostrano che, tra il 2005 e il 2016, vi è stato un aumento del 28,0% circa nel numero di imprese (da 11.676 a 14.554), mentre il patrimonio mediano è diminuito del 28,6% (tenendo conto dell'inflazione occorsa tra il 2005 e il 2016).

2. PMI indipendenti. Questa categoria riportata in Tab. 1 comprende tutte le SME (PMI) che risultano non essere controllate da società esterne (oppure non sono disponibili sufficienti informazioni in tal senso). Per questo gruppo sono stati perciò analizzati solo i bilanci non consolidati. Il gruppo delle PMI indipendenti è il più grande dal punto di vista del numero di società (254.946 società nel 2016), ma è il più piccolo in termini di dimensioni del patrimonio mediano (pari a circa 446 migliaia di Euro). Le informazioni disponibili sono limitate e, a differenza delle PMI controllate dall'esterno, le PMI indipendenti non beneficiano dei vantaggi finanziari legati all'appartenenza a un gruppo. Il confronto tra i due estremi del periodo considerato dall'OCSE, in Tab. 1, mostra che, tra il 2005 e il 2016, vi è stato un aumento del 52,6% circa nel numero di imprese (da 167.015 nel 2005 a 254.946 nel 2016), mentre il patrimonio mediano è diminuito del 62,3%, tenendo conto dell'inflazione occorsa nel periodo considerato.

Nei prossimi paragrafi e nella parte applicativa della tesi (3° capitolo), la trattazione verterà sia sugli utili, sia sui dividendi delle PMI (non quotate). Per queste imprese di ridotte dimensioni, si vedrà che la gestione degli utili assume notevole importanza ed è un passo preliminare per l'eventuale successiva erogazione dei dividendi.

2.2 Gestione degli utili per le società non quotate

Alcuni studi su dati empirici hanno rilevato che le società non quotate tendono a riportare guadagni leggermente positivi nei Paesi in cui i criteri contabili sono allineati con le norme fiscali⁵⁶ (come accade anche in Italia). Ciò sembra essere dovuto all'azione combinata di alcuni incentivi che, tuttavia, agiscono in direzioni opposte. Vi è un incentivo fiscale che stimola le imprese con guadagni positivi a gestirli al ribasso, portandoli il più possibile vicini allo zero allo scopo di minimizzare gli oneri fiscali. D'altro canto, anche le imprese in perdita sono incoraggiate a gestire al rialzo i propri guadagni negativi, portandoli appena oltre la

⁵⁵ OECD (2020), op. cit., p. 6

⁵⁶ M. Marques, L.L. Rodrigues, R. Craig (2011). Earnings management induced by tax planning: The case of Portuguese private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20, 2, pp. 83-96; L. Coppens, E. Peek (2005). An analysis of earnings management by European private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 14, 1, pp. 1-17.

soglia dello zero. In tal modo, saranno minori le probabilità di incorrere in indagini fiscali, volte a stabilire la correttezza dei bilanci in perdita (non soggetti a imposizione fiscale) e a verificare l'eventuale presenza di manomissioni contabili a scopo di evasione. Inoltre, un ulteriore movente è anche l'obiettivo di non presentare alle banche bilanci "in rosso", che potrebbero rendere più ardua e costosa la concessione di prestiti⁵⁷.

Gli studi summenzionati hanno esplorato l'esistenza di pratiche di gestione degli utili (che tendono a riportarli in positivo ma di poco al di sopra dello zero) analizzando le distribuzioni di frequenza ottenute dai bilanci di numerose società non quotate. Si tratta di un approccio allo studio degli utili che si fonda su un'ipotesi di continuità nella distribuzione dei dividendi legati agli stessi, qualora non avvengano manovre contabili e la rilevazione interessi un numero rilevante di imprese. In altri termini, in assenza di pratiche di gestione degli utili aventi lo scopo di evitare sgradite ripercussioni da parte degli organi di controllo o un'eccessiva imposizione fiscale, gli utili stessi, rilevati da un congruo numero di bilanci, dovrebbero distribuirsi in modo regolare, ovvero senza evidenti discontinuità nei pressi dello zero. Ne consegue perciò che il verificarsi di discontinuità attorno allo zero contraddice l'ipotesi iniziale ed è un segnale della possibile diffusione di pratiche di gestione degli utili che provvedono al loro "aggiustamento" a scopi fiscali nonché, come osserva Poli⁵⁸, anche a scopi finanziari, per le imprese la cui attività dipende da prestiti bancari, che potrebbero essere a rischio o concessi a condizioni meno favorevoli, a fronte di bilanci in perdita.

La distribuzione di frequenza delle perdite di imprese non quotate in borsa e con bilanci "in rosso", secondo le evidenze pubblicate da vari autori, presenta aree di discontinuità dei valori negativi che si approssimano allo zero, e ciò rappresenta un sintomo di gestione degli utili al rialzo, per evitare di contabilizzare perdite di esercizio⁵⁹.

Oltre alla tipologia di discontinuità anzidetta, che concerne i bilanci con perdite prossime allo zero, è stata osservata anche la discontinuità prodotta dalle società che gestiscono gli utili al ribasso. Questo tipo di discontinuità è stato riscontrato a destra dello zero nel grafico degli utili (dichiarati) di società che, secondo l'interpretazione di alcuni

⁵⁷ S. Poli (2013). The Italian Unlisted Companies' Earnings Management Practices: The Impacts of Fiscal and Financial Incentives. *Research Journal of Finance and Accounting*, v. 4, n. 11, pp. 48-60.

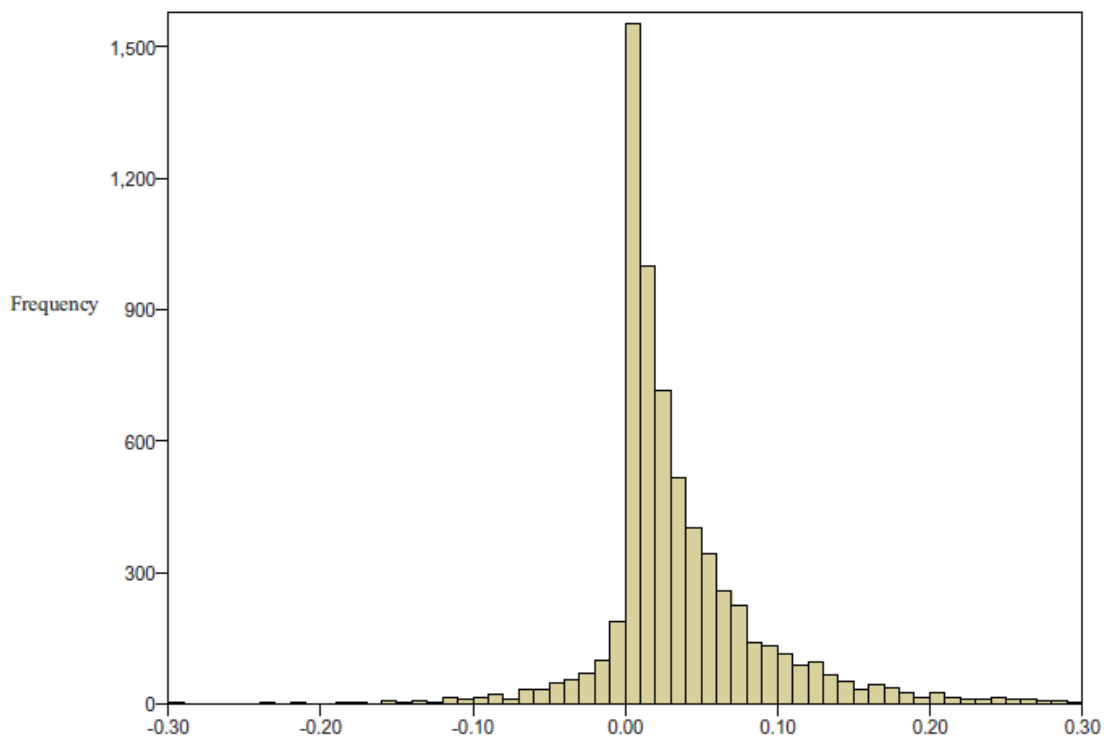
⁵⁸ *Ibidem*.

⁵⁹ M. Marques *et al.* (2011), *op. cit.*; F.M. Hamdi, M.A. Zarai (2012). Earnings management to avoid earnings decreases and losses: empirical evidence from Islamic banking industry. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3, 3, pp. 88-107, J. Kerstein, A. Rai (2006). Intra-year shifts in the earnings distribution and their implications for earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 44, 3, pp. 399-419. J. Jacob, B.N. Jorgensen (2007). Earnings management and accounting income aggregation. *Journal of Accounting and Economics*, 43, 2-3, pp. 1-22.

autori⁶⁰, cercano di dichiarare proventi opportunamente ridotti per minimizzare il peso degli oneri fiscali.

Un esempio che può chiarire ancor meglio gli argomenti appena esposti è riprodotto nella figura 1 che segue⁶¹.

Figura 1: Distribuzione attorno allo zero dei rapporti utili/asset di un grande campione di SME portoghesi nel biennio 2001-2002



Fonte: Marques et al.. (2011)

I valori riportati in ascissa sono stati ottenuti dividendo per i rispettivi asset i valori dei risultati di esercizio (utili o perdite) dichiarati nel biennio 2001-2002 da un campione di 6652 società portoghesi non quotate. La divisione di ogni risultato di esercizio per gli asset della società di riferimento ha lo scopo di rendere comparabili i rapporti così ottenuti, riportati nell'asse delle ascisse a intervalli pari a 0,01. Per ogni intervallo di valori, la frequenza delle società che vi rientrano è riportata nell'asse delle ordinate.

La presenza di un numero molto elevato di società rientranti nell'intervallo 0,00-0,01 – che supera nettamente le frequenze degli intervalli alla sinistra (valori negativi) e anche di

⁶⁰ M. Marques *et al.* (2011), op. cit.; L. Coppens, E. Peek (2005), op. cit.

⁶¹ Tratto da M. Marques *et al.* (2011), op. cit., p. 90.

quelli alla destra (valori positivi) – è, secondo gli autori citati⁶², un evidente effetto di strategie di manipolazione degli utili al rialzo e al ribasso.

Si riscontra una certa carenza di studi relativi a queste particolari strategie di gestione degli utili, nel contesto italiano. Al riguardo, è stato osservato⁶³ che una verifica applicata alla realtà italiana, basata su un metodo di analisi analogo a quello degli autori summenzionati⁶⁴ per chiarire, in particolare, se gli oneri fiscali impattano sulle pratiche di gestione degli utili delle società italiane non quotate, richiederebbe la verifica delle due seguenti ipotesi nulle, relative alla distribuzione degli utili dichiarati da campioni rappresentativi (e di congrua dimensione) delle società anzidette.

H1: La frequenza delle società che rientrano negli intervalli negativi a sinistra dello zero è tendenzialmente uguale alla frequenza delle società che ricadono in intervalli positivi simmetrici e della stessa ampiezza dei primi, alla destra dello zero.

H2: La frequenza di società rientranti nel primo intervallo positivo a destra di zero è tendenzialmente uguale alla frequenza di società che ricadono nel secondo intervallo positivo a destra di zero.

2.3 La manipolazione dei bilanci

Si ritiene comunemente che i profitti di un'impresa diano le indicazioni più importanti, nei rendiconti aziendali, per tutti gli interessati a informazioni finanziarie, tra cui analisti, investitori, creditori, ricercatori e stakeholder in generale⁶⁵. Graham e coll. osservano che i funzionari addetti ai controlli finanziari considerano i profitti e gli indici da essi derivati come le informazioni più importanti concernenti le prestazioni dell'impresa⁶⁶. Inoltre, i profitti aziendali sono spesso usati come misura per valutare l'operato dei manager, nonché i compensi più appropriati per loro⁶⁷.

Pertanto, tenendo conto dell'importanza e dell'ampio utilizzo dei profitti come utile fonte di informazioni, i manager possono provare a gestirli per raggiungere specifici obiettivi: una pratica nota come gestione degli utili (earning management). D'altra parte, l'informativa

⁶² *Ibidem*.

⁶³ S. Poli (2013), op. cit.

⁶⁴ M. Marques *et al.* (2011).

⁶⁵ K.A. Gunny (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research* Vol. 27 No. 3 (Fall 2010) pp. 855–888.

⁶⁶ J.R. Graham, C.R. Harvey, S. Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, pp. 3–73.

⁶⁷ D.A. Cohen, A. Dey, T.Z. Lys (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The accounting review*, 83, 3, pp. 757-787.

finanziaria della società, redatta dai contabili e sottoscritta dagli amministratori, deve fornire informazioni di rilievo, nel senso che esse devono essere utili e finalizzate a rappresentare fedelmente la situazione dell'impresa. Tuttavia, l'esistente livello di discrezionalità, nell'ambito dell'informativa finanziaria, può dare origine a una gestione degli utili che può essere in qualche modo manipolata, anziché segnalare informazioni del tutto trasparenti allo scopo di alterare, in qualche modo, il processo decisionale di tre principali osservatori dei rapporti finanziari: investitori, banche e creditori.

Pertanto, possono essere attuate particolari forme di gestione degli utili, realizzate mediante investimenti temporanei e decisioni di anticipare o ritardare particolari operazioni finanziarie, che hanno l'effetto di modificare i profitti dichiarati o qualche loro sottoinsieme. Ciò può essere realizzato, in particolare, modificando la tempistica delle vendite, ritardando investimenti peraltro necessari e anche vendendo degli asset, al fine di modificare i guadagni correnti⁶⁸.

Dechow & Skinner⁶⁹ suggeriscono che le scelte in merito ai flussi di cassa reale possono essere conservative o aggressive. Le scelte conservative includono pratiche di riduzione del reddito, come ad esempio ritardare le vendite o accelerare le spese di ricerca e sviluppo o pubblicitarie, mentre le scelte aggressive funzionano in senso opposto e includono pratiche di aumento del reddito, fra cui l'accelerazione delle vendite o il posticipo delle spese di ricerca e sviluppo e di quelle per la pubblicità. Si tenga anche presente che le pratiche di manipolazione degli utili reali non sono ottimali per la gestione aziendale nel suo complesso, e perciò possono avere un impatto negativo sul valore futuro dell'azienda. In particolare, le prestazioni finanziarie future delle società che hanno condotto una gestione reale degli utili negli anni precedenti possono essere alquanto peggiori rispetto ad altre società che non hanno optato per la gestione dei guadagni reali al rialzo o al ribasso⁷⁰.

D'altra parte, anche se è noto che le imprese in cui viene praticata la gestione degli utili con i metodi anzidetti si espongono a significative conseguenze negative a lungo andare, molti amministratori continuano comunque a preferire tali pratiche, soprattutto in periodi di difficoltà finanziarie. Dagli studi di Bisogno e De Luca⁷¹, infatti, emerge che i manager delle piccole e medie imprese italiane alle prese con problemi finanziari tendono a intensificare la manipolazione degli utili per far figurare aumenti del reddito, non per soddisfare le aspettative

⁶⁸ K.A. Gunny (2010), op. cit.

⁶⁹ Dechow P.M., Skinner D.J. (2000). Earnings Management: Reconciling the View of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons*, 14, 2, pp. 235–250.

⁷⁰ S. Roychowdhury (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 3, pp. 335–370.

⁷¹ M. Bisogno, R. De Luca (2015). Financial Distress and Earnings Manipulation: Evidence from Italian SMEs

degli analisti o degli investitori (come usano fare le grandi imprese quotate), ma per indurre le banche a concedere prestiti a loro favore o a non annullare quelli già in corso. Altri obiettivi per la gestione degli utili allo scopo di aumentarli, in periodi di difficoltà, possono consistere nel ridurre il rischio di probabili fallimenti o la possibilità di turnover dei dipendenti, preoccupati dalla scarsa redditività dell'impresa⁷².

Intuitivamente, quando un'impresa è finanziariamente in difficoltà, può sembrare logico che i suoi amministratori tendano a gonfiare gli utili per scongiurare un probabile fallimento. Tuttavia, l'impatto specifico delle difficoltà finanziarie sulla gestione degli utili reali è oggetto di opinioni contrastanti da parte degli studiosi. Ad esempio, alcuni ricercatori hanno scoperto che, durante livelli più elevati di sofferenza, le aziende tendono a gonfiare i redditi tramite opportune manipolazioni degli utili reali. Una ricerca di Kim e coll.⁷³ riporta che gli amministratori intensificano le operazioni di gestione degli utili reali allo scopo di gonfiare i profitti, soprattutto quando il rischio di fallimento è più elevato. Questa conclusione è coerente con il punto di vista di Campa & Camacho-Miñano⁷⁴, i cui risultati rivelano che, prima del fallimento, le società private intensificano le manovre di gestione degli utili reali allo scopo di aumentare i profitti, mentre si attivano anche in altri modi per evitare un probabile fallimento.

Tuttavia, altri studiosi affermano l'opposto. Zang⁷⁵, ad esempio, sostiene che solo nelle fasi iniziali di difficoltà le imprese aumentano la manipolazione degli utili reali, perché si trovano in una situazione in cui hanno ancora la capacità di deviare dalle decisioni ottimali di gestione aziendale senza gravi conseguenze future. In seguito però, se le difficoltà superano certi limiti, poiché la gestione degli utili reali è rischiosa a causa delle sue conseguenze economiche a lungo termine, gli amministratori smetteranno di gestire gli utili reali al rialzo e li metteranno in linea con i risultati dell'esercizio di competenza. Nagar & Sen⁷⁶ concordano con l'interpretazione di Zang e precisano che, durante le fasi iniziali di difficoltà, le imprese si impegnano nella gestione degli utili reali attraverso la riduzione delle spese discrezionali mentre, quando le difficoltà aumentano, le stesse imprese preferiscono dichiarare gli utili reali, così come risultano dai conti economici degli esercizi di competenza.

⁷² *Ibidem*.

⁷³ J.B. Kim J.B., D.A. Simunic, M.T. Stein, C.H. Yi (2007). Voluntary Audit and the Cost of Debt Capital for Privately Held Firms: Korean Evidence. Sauder School of Business Working Paper.

⁷⁴ Campa D., Camacho-Miñano M.-M. (2015). The impact of SME's pre-bankruptcy financial distress on earnings management tools. *International Review of Financial Analysis*. 42, pp. 222-234.

⁷⁵ Zang A. (2011). Evidence on the Trade-Off Between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *The Accounting Review* 87, 2, pp. 1-50.

⁷⁶ Nagar N., Sen K. (2016). Earnings Management Strategies during Financial Distress. IIMA Working Papers.

Per quanto concerne le PMI italiane (non quotate), un segmento di imprese che assumerà un particolare rilievo nel terzo capitolo di questa tesi, Bisogno e De Luca⁷⁷ rilevano che la presenza di difficoltà finanziarie ha una relazione positiva significativa con la gestione degli utili in aumento, con l'intento principale di nascondere la performance reale e mantenere il finanziamento del debito da parte delle banche. Questi autori hanno analizzato i bilanci del loro campione di PMI a partire dai cinque anni precedenti il fallimento che è poi sopraggiunto. Ciò ha permesso loro di rilevare che le PMI italiane, soggette a difficoltà finanziarie di rilievo culminate nel successivo fallimento, tendono a manipolare i propri rendiconti allo scopo di rappresentare una miglior performance finanziaria. In particolare, la gestione dei profitti avviene nella maggior parte dei casi tramite entrate gonfiate, che aiutano le imprese a mantenere le sovvenzioni bancarie. Per questa tipologia di imprese, infatti, le banche rappresentano la più importante fonte di finanziamento.

2.4 Dividendi vs. compenso amministratori

Come descritto nei paragrafi precedenti, la manipolazione degli utili può influenzare la gestione dell'impresa al fine di ottenere vantaggi fiscali e/o vantaggi finanziari, ovvero, mantenere una situazione economico-patrimoniale stabile (con utili positivi, presso lo zero) agli occhi dei diversi stakeholders.

Una simile manipolazione condiziona anche la gestione dei dividendi, essendo parte degli utili. Interesse degli azionisti è senza dubbio ricevere un dividendo che ripaghi il rischio sostenuto per l'investimento effettuato, e dunque le società, per non scoraggiare gli investimenti dei soci, dovranno distribuire periodicamente parte degli utili ottenuti. Di contro, un forte interesse per le società, è quello di limitare l'imposizione fiscale mantenendo un utile fiscale possibilmente prossimo allo zero. Questi due interessi sembrerebbero all'apparenza opposti ma, nel contesto economico italiano, formato principalmente da PMI, possono essere soddisfatti contemporaneamente qualora si verificano determinate circostanze, riconducibili essenzialmente alla presenza di una ristretta base societaria ed alla sovrapposizione della figura dell'amministratore a quella del socio-azionista.

Nelle società di piccole dimensioni ricorre spesso, infatti, la situazione in cui la gestione amministrativa ed economica della società è affidata ad uno o più soci, che ricoprono dunque anche il ruolo di amministratore. Tale fattispecie, oltre ad avere una notevole importanza dal punto di vista organizzativo dell'attività svolta, influenza in modo significativo anche la

⁷⁷ M. Bisogno, R. De Luca (2015), op. cit.

strategia perseguita dal business. In questo senso, si verificheranno situazioni in cui le decisioni assunte dai soci-amministratori saranno frutto della sovrapposizione degli interessi della società (sostenuti dalla figura dell'amministratore) e dei soci.

Un tipico esempio nel quale ricorrono tali circostanze riguarda la scelta del compenso degli amministratori, che, per motivi che saranno di seguito illustrati, può essere stanziato per un importo superiore al compenso effettivo spettante per distribuire meno dividendi.

Soffermiamoci per un momento sulle disposizioni normative che disciplinano il compenso degli amministratori per meglio comprendere come tale voce, compresa tra i costi di bilancio, possa influenzare la distribuzione dell'utile.

Le disposizioni normative che disciplinano il compenso degli amministratori sono racchiuse negli articoli 2364 e 2389 del codice civile.

L'art. 2364 c.c. stabilisce che *“Nelle società prive di consiglio di sorveglianza, l'assemblea ordinaria... determina il compenso degli amministratori e dei sindaci, se non è stabilito dallo statuto”*, e l'art. 2389 c.c. prevede, al primo comma, che *“i compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo sono stabiliti all'atto della nomina o dall'assemblea”*. È quindi espressamente riconosciuto dal nostro sistema giuridico un compenso per l'attività di amministrazione delle società di capitale (S.p.a., S.a.p.a., S.r.l.), e dev'essere congruo e parametrato alla dimensione della società e al suo business.

Dunque, teoricamente, in tutte le società dovrebbe essere deliberato dall'assemblea dei soci, in sede di costituzione nell'atto costitutivo, o in un momento successivo, il compenso erogato all'amministratore unico, ai singoli componenti del consiglio di amministrazione, o *“determinato per un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori”* (art. 2389, c. 3, c.c.).

Riprendendo ora le premesse fatte all'inizio del paragrafo, capiamo come, nel contesto economico italiano, non sia così difficile trovarsi di fronte ad un'assemblea dei soci che deve deliberare sul loro stesso compenso, dato che gli stessi soggetti ricoprono il ruolo di amministratori. Ma in quale misura incide il compenso degli amministratori sul risultato economico della società stessa? Ai sensi dell'art. 95 c. 5 del TUIR (Testo Unico delle Imposte sui Redditi – DPR 917/1986) *“i compensi spettanti agli amministratori delle società... sono deducibili nell'esercizio in cui sono corrisposti”*. Dunque i compensi erogati agli amministratori rappresentano costi deducibili dal reddito d'esercizio nel periodo in cui sono corrisposti. Essenzialmente rappresentano una voce di costo che andrà ad abbattere l'utile imponibile (nell'anno in cui sono liquidati agli amministratori) e ridurrà quindi il carico

fiscale sopportato dalla società. Ad oggi, le società di capitali devono versare all'Erario due principali imposte: l'IRES, con un'aliquota pari al 24%, e l'IRAP, con un'aliquota pari al 3,90% (salve particolari eccezioni quali ad esempio gli intermediari finanziari che devono applicare un'aliquota IRAP maggiorata a seconda delle Regioni di formazione del valore della produzione imponibile). Tali imposte, versate annualmente, hanno due basi imponibili differenti, ma i valori sui quali sono calcolate sono estratti dal bilancio d'esercizio redatto dalla società.

Una società che decide di versare agli amministratori un compenso per l'attività svolta, avrà quindi un "risparmio d'imposta" pari all'IRES e all'IRAP calcolate sull'importo liquidato. Dal punto di vista dell'amministratore, invece, il compenso percepito rappresenta un reddito assimilato a quello di lavoro dipendente ai sensi dell'art. 50, c. 1, lett. C-bis del TUIR. Tale importo rientrerà quindi nella dichiarazione dei redditi dell'amministratore e sarà assoggettato ad IRPEF, con l'applicazione delle aliquote corrispondenti agli scaglioni nei quali si colloca il reddito complessivo del soggetto stesso.

Con queste assunzioni possiamo fare ulteriori considerazioni allargando il nostro ragionamento. Nelle società di capitali l'assemblea dei soci, oltre a determinare il compenso degli amministratori, delibera sulla distribuzione dei dividendi, come illustrato nel paragrafo 1.2 di questo elaborato. Prendendo in considerazione le PMI italiane, con una ristretta base societaria, vediamo come tale decisione sia assunta dai soci-amministratori, che quindi, in linea teorica, potrebbero percepire un compenso per l'attività svolta in qualità di amministratore e un dividendo per il conferimento di capitale effettuato in qualità di socio.

Soffermandoci anche in questo caso sull'aspetto fiscale, ricordiamo come i dividendi distribuiti a soci persone fisiche siano tassati, dal 1° gennaio 2018, in base all'art. 27, c. 1, DPR 600/1973, nel seguente modo: *"le società...operano, con obbligo di rivalsa, una ritenuta del 26% a titolo d'imposta sugli utili in qualunque forma corrisposti...a persone fisiche residenti in relazione a partecipazioni qualificate e non qualificate"*. Di conseguenza, la società, dopo aver sottratto le imposte d'esercizio dall'utile prodotto, se distribuisce e versa tale utile netto ai soci, dovrà effettuare un'ulteriore ritenuta pari al 26% del dividendo.

Considerando la figura dell'amministratore sovrapponibile a quella del socio (nelle PMI a ristretta base societaria), la società ha un interesse a distribuire dividendi oltre che liquidare un compenso ai soci-amministratori? Per rispondere a tale domanda proponiamo ora un esempio numerico che sintetizza i concetti soprariportati.

Prendiamo come riferimento una società di capitali che, al termine dell'esercizio n, presenta nel Conto Economico ricavi di vendita pari ad € 100.000 e costi d'esercizio pari ad €

60.000, ottenendo quindi un utile d'esercizio ante imposte pari ad € 40.000. Su questo importo la società dovrà versare, assumendo che la base imponibile per IRES e IRAP coincida con l'utile lordo, IRES per € 9.600 (24% di € 40.000) e IRAP per € 1.560 (3,90% di € 40.000), per un totale di imposte d'esercizio pari ad € 11.160.

Se l'assemblea dei soci delibera la distribuzione di dividendi pari al 100% dell'utile netto, ossia € 28.840, ipotizzando che i soci siano persone fisiche, dovrà effettuare una ritenuta pari ad € 7.498,40 (26% di € 28.840). I soci otterranno così un dividendo netto pari ad € 21.341,60.

Prendiamo ora in considerazione l'ipotesi in cui i soci siano anche amministratori della società. In tale circostanza, se l'assemblea, invece che deliberare un dividendo lordo pari ad € 28.840, stanziasse un compenso amministratori pari al medesimo importo, avremmo la seguente situazione contabile: ricavi di vendita pari ad € 100.000; costi d'esercizio pari ad € 88.840 (€ 60.000 + € 28.840); utile ante imposte pari ad € 11.160. Su quest'ultimo importo la società colcherà, e verserà, IRES pari ad € 2.678,40 ed IRAP pari ad € 435,24. Si avrà, quindi, un utile netto d'esercizio pari ad € 8.046,36, avendo versato imposte per un totale di € 3.113,64. Il compenso amministratore percepito dai soci persone fisiche formerà parte del reddito complessivo dei singoli soci e sarà assoggettato alle diverse aliquote IRPEF, stabilite dal TUIR, a seconda degli scaglioni nei quali rientrerà tale reddito. Ipotizzando una situazione di benessere per tutti i soci, possiamo identificare un'aliquota media di IRPEF pari al 41%, che, calcolata sul compenso stanziato nel nostro esempio (€ 28.840) sarà pari ad un importo di € 11.824,40.

In questo secondo esempio, anche se i soci andranno a versare personalmente un'imposta elevata, calcolata sul compenso percepito, dobbiamo però tenere in considerazione anche il risparmio fiscale ottenuto dalla società in quanto tale compenso, essendo una voce di costo deducibile dal reddito d'impresa, ha comportato un abbattimento dell'utile ante imposte e dunque delle imposte versate dalla società. Nel nostro esempio la società, rispetto all'ipotesi in cui distribuisce dividendi pari all'utile netto, ha versato imposte (IRES ed IRAP) inferiori per un importo complessivo pari ad € 8.046,36.

Per riassumere, nel caso in cui la società deliberi la distribuzione di dividendi, i soci riceveranno un importo netto pari ad € 21.341,60, mentre nel caso in cui la società deliberi un compenso amministratori pari (ipoteticamente) all'utile netto d'esercizio, i soci otterranno un compenso netto pari ad € 17.015,60 (€ 28.840 - € 11.824,40) e contemporaneamente la società "guadagnerà" un risparmio di imposte pari ad € 8.046,36. Idealmente, quindi, nella seconda

fattispecie si ottiene un beneficio economico complessivo pari ad € 25.061,96, superiore al dividendo netto distribuito.

Con questo esempio numerico abbiamo toccato con mano come la scelta tra la distribuzione di dividendi ai soci o la liquidazione di un compenso per l'attività svolta in qualità di amministratore, possa essere alternativa nel caso in cui i soci ricoprano anche la carica di amministratori.

Nel contesto economico italiano, costellato da PMI a conduzione familiare, o in generale, a ristretta base societaria, è possibile quindi che tali scelte opportunistiche siano intraprese da numerose società, stanziando compensi amministratori per importi superiori alla retribuzione effettivamente dovuta per tale ruolo, di modo da racchiudere in tale voce anche una parziale remunerazione per il rischio sostenuto in qualità di socio.

CAPITOLO TERZO - ANALISI QUANTITATIVA DI SOCIETÁ NON QUOTATE

3.1 Ricerca sulla gestione degli utili delle PMI

L'analisi che segue ha l'obiettivo di contribuire, con dati aggiornati, alla piuttosto scarsa letteratura sulle ricerche attinenti alla gestione degli utili indotta, in Italia, soprattutto dalla tassazione delle PMI⁷⁸. È anche emerso l'obiettivo di numerose imprese di questa categoria di non pubblicare, per quanto possibile, bilanci in passivo in corrispondenza agli esercizi in cui le perdite hanno superato i profitti⁷⁹.

La verifica che segue sarà effettuata su dati empirici del triennio 2016-2018 tratti dai bilanci di un campione di PMI, e si ricondurrà, nelle sue linee essenziali, all'esempio dell'articolo di Marques e coll.⁸⁰, già citato nel par. 2.2 di questa tesi.

Il presente studio è limitato nel numero di bilanci analizzati (300) e perciò ha una valenza solo esplorativa della situazione delle PMI italiane. I risultati ottenuti in questa sede, pur essendo coerenti con la letteratura citata, richiederebbero una conferma tramite verifiche ben più ampie per numero di bilanci analizzati.

Il problema posto in evidenza da Marques e coll.

Questo autore⁸¹ ha effettuato il suo studio su un vasto campione di SME portoghesi (circa 10mila imprese, con bilanci pubblicati nel biennio 2001-2002) mostrando, con metodi grafici e analitici, che molti fra i bilanci selezionati evidenziavano applicazioni di gestione degli utili. Assunto come variabile il rapporto tra utili e capitale aziendale, in modo da assicurare la confrontabilità (e l'aggregabilità) dei dati tratti da imprese di diversa entità patrimoniale, Marques e coll.⁸² hanno riscontrato che il rapporto anzidetto si addensava anormalmente in prossimità dello zero, per valori lievemente positivi. Ne sono emerse due opposte tendenze delle imprese analizzate: la prima consistente nella diminuzione e nell'approssimazione a zero (per valori positivi) di utili di maggiore entità, presumibilmente per evitare carichi fiscali piuttosto gravosi che, se applicati ad annate particolarmente propizie avrebbero potuto

⁷⁸ S. Poli (2013). Small-sized companies' earnings management: evidence from Italy. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, vol. 3, n.2, pp. 93-109.

⁷⁹ M. Bisogno, R. De Luca (2015), op. cit.

⁸⁰ M. Marques et al.. (2011), op. cit., p. 83 e ss.

⁸¹ *Ibidem*.

⁸² *Ibidem*.

riflettersi anche su esercizi successivi meno favorevoli. La seconda tendenza, invece, concerneva la manipolazione dei bilanci al rialzo, per ovviare all'impatto di perdite non troppo elevate, trasformandole in utili di modesta entità per vari motivi possibili, discussi nel precedente paragrafo 2.2.

Opportunità di compiere uno studio analogo in Italia

È presumibile che le esigenze di gestione degli utili al rialzo o al ribasso, evidenziati da Marques e coll. riguardo alla SME portoghesi⁸³ e da Poli nella realtà italiana⁸⁴, siano tuttora condivise dalle PMI italiane. Queste imprese, infatti, devono muoversi con cautela nelle maglie del fisco italiano e, inoltre, sono quasi sempre condizionate piuttosto pesantemente dai finanziamenti bancari, ai quali possono difficilmente aspirare presentando bilanci in rosso.

Date queste premesse, è stata compiuta una ricerca avente le caratteristiche descritte di seguito.

Obiettivi e ipotesi della ricerca

- 1) Il primo obiettivo consiste nel verificare l'esistenza di manipolazione degli utili in un campione di PMI italiane scelto con criteri casuali.
- 2) Il secondo obiettivo, nel caso in cui tale manipolazione emerga con evidenza, consiste nel chiarire le modalità (al rialzo o al ribasso) con cui la gestione degli utili è stata realizzata.

Le ipotesi di ricerca sono le seguenti:

H1₀: Non esiste manipolazione degli utili e i ROE si distribuiscono casualmente attorno alla loro media, con andamento sovrapponibile a quello di una variabile normale avente gli stessi parametri (media e varianza)

H1₁: Esiste manipolazione e i ROE non evidenziano una distribuzione normale attorno alla loro media

H2₀: Non esiste manipolazione al rialzo

H2₁: Esiste manipolazione al rialzo

H3₀: Non esiste manipolazione al ribasso

H3₁: Esiste manipolazione al ribasso

Selezione del campione

⁸³ *Ibidem.*

⁸⁴ S. Poli (2013), op. cit.

Il database utilizzato per l'analisi che illustreremo è AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane), una banca dati che raccoglie informazioni anagrafiche, economico-finanziarie e commerciali su società di capitali, società di persone e altri enti (mutue assicurazioni, cooperative, consorzi ecc.), attivi o che hanno cessato la propria attività, con sede legale in Italia.

Per estrapolare dalla banca dati un campione di società idonee per le nostre analisi, abbiamo selezionato una serie di criteri che ci hanno permesso di fare una scrematura iniziale rispetto all'esponentiale massa di dati pubblicati su AIDA.

I criteri impostati sono i seguenti:

- Forma giuridica: società di capitali;
- Stato giuridico: società attiva;
- Società non quotate;
- Società che abbiano pubblicato il bilancio d'esercizio nel triennio 2016-2018;
- Società con fatturato minimo di 10 milioni di euro.

L'ultimo criterio impostato, ossia un fatturato pari ad almeno 10 milioni di euro, è stato selezionato per escludere dall'analisi società con dimensioni troppo ridotte, nelle quali la gestione aziendale è basata esclusivamente sulle decisioni dell'imprenditore, in assenza di una struttura organizzativa.

Dati i criteri sopracitati, la banca dati AIDA ha estrapolato migliaia di società italiane. Per semplificare l'analisi abbiamo deciso di selezionare, tra le società emerse, 100 aziende in modo casuale, dalle quali abbiamo estrapolato i bilanci d'esercizio del triennio 2016-2018, ottenendo così un campione complessivo di 300 prospetti patrimoniali ed economici.

Si è deciso di fare così sull'esempio di Marques e coll.⁸⁵, perché si ammette che ogni bilancio faccia storia a sé e, indipendentemente dalla particolare impresa che lo ha pubblicato, esso rispecchi l'esistenza di utili o perdite nello specifico esercizio a cui fa riferimento, e da ciò può sorgere l'esigenza di manipolazioni al ribasso o al rialzo.

Di seguito riportiamo il nome delle 100 aziende che compongono il campione:

Agnona Srl, Ansa Tech Srl, Art Spa, Arthrex Srl, Bibos Srl, Bpk Packaging Srl, Castello Italia Spa, Cinelli Piume e Piumini Srl, Colleroni Srl, Complast Srl, Corradi Srl, Cos.Eco Industrie Group Srl, Costruttori Meccanici Spa, Dturk Srl, Ebit Srl, Grand Hotel Dino Srl, I.M.T. Srl, Impre.Do Srl, Kompany Srl, La Fourchette Srl, LDC Rome Hotels Srl, Manz Italy Srl, Med Technology Srl, Moccia Spa, One Italy Srl, One Power&Gas Srl, Orion Srl, Vol Ortofrutta Srl, PrismaColor Srl, Rages Srl, Sequirus Srl, Silvelox Spa, Stamperia Olonia Srl, Tasso Srl,

⁸⁵ M. Marques *et al.* (2011), *op. cit.*, p. 83 e ss.

Web Factory Srl, Adriatica Srl, Aluminium Bozen Srl, Bus Italia Rail Service Srl, Chierese Pak Srl, Cierreffe Spa, Cirsagest Spa, De Wave Spa, Desa Srl, Ebsco Information Service Srl, Floaters Spa, Fruendo Srl, Geko Spa, Generalfrigo Srl, Gestioni Innovative Italia Srl, Hisense Italia Srl, Icca Trade Srl, Inovyn Produzione Italia Spa, Ital Brix, Jakala Spa, Kemia Tau Srl, Logimer Srl, Ms printing solutions Srl, Nava Press Srl, Olpneus Srl, Ortho Clinical Diagnostic Srl, Ospedale Pederzoli Casa di Cura privata Spa, Pozzoli Food Spa, Primetals Technologies Italy Srl, Progetto Esmeralda, Russotti Gestioni Hotels Spa, Servizi Globali Srl, Siderforgerossi Spa, Silgan Dispensing System Milano Spa, Sir Safety System Spa, Vision Group Spa, Wex Europe Services Srl, Eutorist New Srl, Casa di Cura Villa Fiorita Srl, Nerdelof Italia Srl, Tesmec Rail Srl, Di Erre Spa, Eleventy Word Srl, Adelchi Ferrari Spa, Castello Spa, Montec Oil Srl, Multione Srl, Quadrifoglio Srl, I.C.P Spa, Rcs Produzione Milano Spa, Hy Energie Srl, Magli Intermodal Service Srl, Axpo Servizi Produzioni Italia Spa, Pilenga Baldassarre Srl, M.I.A. Srl, A.S.T.M. Srl, Oltremare Spa, Ef Solare Italia Spa, Intecs Solutions Spa, Winlog Srl, Meccanocar Italia Srl, Keraglass Industries Srl, Busto Motors Company Srl, Ehsi Srl, Filiera Uno Prosciutti Srl, Mvm Spa.

Metodologia della ricerca

Si è assunto che il modello teorico di riferimento, per la distribuzione dei ROE in assenza di manipolazioni degli utili, sia variabile normale (gaussiana). È un'assunzione adottata abbastanza spesso in letteratura. Ad esempio, Agwor⁸⁶ osserva che un tale assunto è verosimile perché, se le tecniche di rendicontazione contabile sono guidate da principi contabili generalmente accettati e suffragati a livello legale e professionale e se tutte le società analizzate predispongono le proprie scritture contabili per conformarsi a tali principi e alle procedure connesse, è ragionevole presumere che i dati degli indici risultanti siano normalmente distribuiti.

Pertanto, la distribuzione della frequenze dei ROE ottenuti dai bilanci utilizzati è stata confrontata con la distribuzione teorica di una variabile normale avente gli stessi parametri (media e varianza), corrispondente a una situazione di non applicazione di artifici contabili al rialzo o al ribasso nei bilanci delle PMI analizzate. In tal modo, è stato possibile stabilire se le frequenze all'interno di determinati intervalli corrispondevano a quelle attese o se invece erano superiori o inferiori alle attese. I metodi utilizzati sono statistici e grafici: test di normalità di Kolmogorov-Smirnov e istogramma delle frequenze dei ROE con sovrapposta la

⁸⁶ T.C. Agwor (2014). The Normal Distribution of Financial Accounting Ratios as Indicators of Business Status. *European Journal of Business and Management*, vol. 6, n. 35, p. 216.

curva normale, per un rapido e agevole confronto. L'ampiezza degli intervalli dell'asse delle ascisse del grafico utilizzato per analizzare graficamente e statisticamente la distribuzione dei ROE è stata prefissata a 0,04.

Analisi statistica e grafica

Statistiche descrittive

Tabella 2: ROE

	N	Minimo	Massimo	Media	Deviazion e std.
ROE	300	-0,48645	0,35864	0,031352	0,095976
Numero di casi validi	300				

Fonte: autoprodotta

I parametri Media e Deviazione std. della distribuzione dei ROE, tratti dalle Statistiche descrittive, sono gli stessi della variabile normale teorica utilizzata per il confronto con i dati empirici, effettuato con il test di Kolmogorov-Smirnov, che segue.

Tabella 3: Test di Kolmogorov-Smirnov a campione singolo

		ROE
N		300
Parametri normali ^{a,b}	Media	0,031352
	Deviazione std.	0,095976
Differenze più estreme	Assoluto	0,2
	Positivo	0,132
	Negativo	-0,2
Statistica del test		0,2
Sign. asintotica (a due code)		,000 ^c

a. La distribuzione del test è normale.

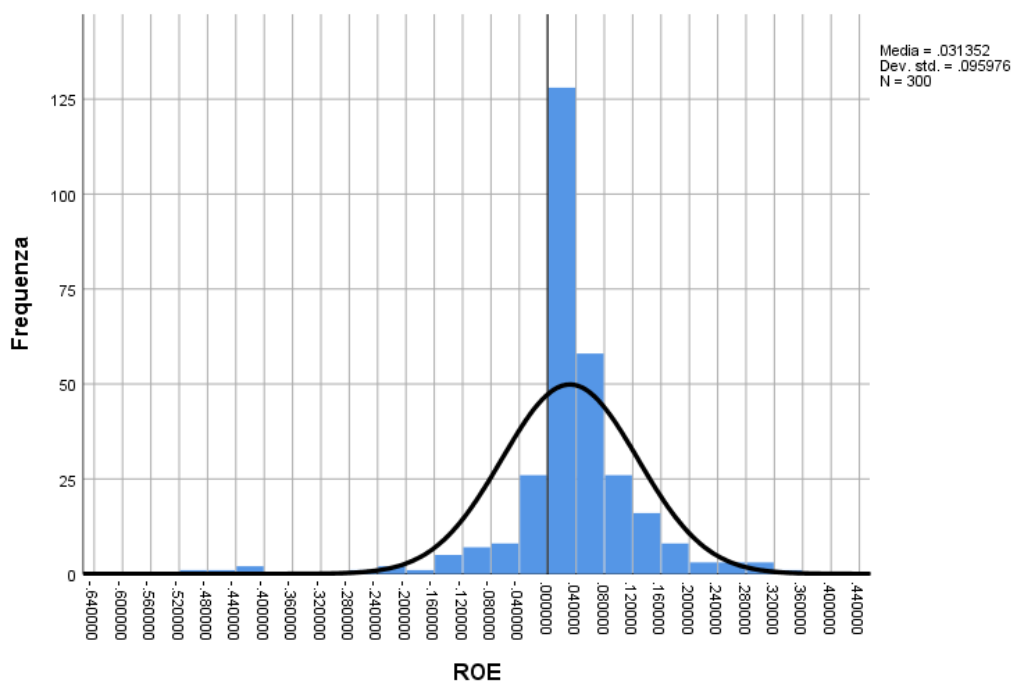
b. Calcolato dai dati.

Fonte: autoprodotta

La significatività (asintotica) del risultato del test, che è inferiore a 0,001, indica che vi è uno scostamento altamente significativo tra la distribuzione empirica dei ROE e il modello teorico costituito da una variabile casuale normale, avente gli stessi parametri.

Dopo avere stabilito che la distribuzione dei ROE non corrisponde al modello teorico normale, è importante verificare, in conformità alle ipotesi di ricerca prestabilite, se le deviazioni denotano scostamenti al rialzo, al ribasso, o entrambi. Per questa verifica è stato adottato un semplice metodo grafico consistente nel porre a confronto, in uno stesso diagramma, la distribuzione dei dati empirici e quella teorica, corrispondente a una curva normale avente parametri media e deviazione standard dai dati empirici. Si è così ottenuto il Grafico 2, che segue.

Figura 2: Confronto della distribuzione empirica dei ROE con una variabile normale avente gli stessi parametri



Fonte: autoprodotta

La distribuzione della frequenza dei ROE analizzati è stata riportata in forma di istogramma nel grafico 2, e ad essa è stata sovrapposta la curva (continua) di una variabile normale avente media e deviazione standard corrispondenti a quelle dei ROE. Questi ultimi evidenziano una distribuzione leptocurtica (cioè notevolmente più alta e stretta rispetto alla distribuzione normale) e leggermente asimmetrica a sinistra rispetto al valor medio. Si nota che le frequenze della distribuzione empirica si concentrano prevalentemente nell'intervallo 0,00 – 0,04 e, in misura minore anche nell'intervallo 0,04 - 0,08. Gli altri intervalli a sinistra e a destra dello zero, fra i limiti -0,20 e +0,24 riportano invece frequenze inferiori a quelle del modello normale.

Discussione

Con riferimento alle ipotesi di ricerca indicate in precedenza, è utile ribadire i limiti entro i quali questa ricerca si è mantenuta: il numero di bilanci analizzati, infatti, è molto inferiore rispetto al campione utilizzato da Marques e coll. nella ricerca più volte citata⁸⁷: 300 bilanci complessivi in questa ricerca e circa 10mila imprese, ciascuna con due bilanci, nella ricerca di Marques e coll.

Ciò premesso, si può affermare che la presente analisi contribuisce a verificare le seguenti ipotesi precisate in precedenza:

H1₁: Esiste manipolazione degli utili poichè i ROE, secondo il test di Kolmogorov-Smirnov, non evidenziano una distribuzione tendenzialmente normale di pari media e deviazione standard, ma hanno una distribuzione leptocurtica. Si osserva, infatti, una frequenza di casi decisamente abnorme nell'intervallo 0,00 – 0,04 e superiore alla norma anche nell'intervallo adiacente 0,04 – 0,08.

H2₁: Esiste manipolazione al rialzo, poiché nel Grafico 2 le frequenze degli intervalli compresi tra -2 e zero sono sistematicamente inferiori a quelle del modello teorico normale.

H3₁: Esiste manipolazione al ribasso poiché nel Grafico 2 le frequenze degli intervalli compresi tra +0,08 e +0,24 sono sistematicamente inferiori a quelle del modello teorico normale.

3.2 Analisi pratica delle politiche di distribuzione dei dividendi

Passiamo ora ad un'analisi pratica in tema di distribuzione dei dividendi verificando la correttezza di quanto illustrato nel paragrafo 1.4 del presente elaborato. Proveremo dunque, con una serie di analisi su un campione di 100 aziende italiane, a comprovare l'effettiva applicazione della *Stability Theory* e, sulla base dei risultati emersi, faremo alcune considerazioni.

L'obiettivo di quest'analisi è quindi comprendere se, nel contesto economico italiano, caratterizzato principalmente da piccole-medie imprese, non quotate, la teoria sopracitata ha un riscontro concreto nelle scelte degli imprenditori sulla distribuzione o sulla ritenzione degli utili prodotti.

Premettiamo che, avendo selezionato un campione di 100 società, non possiamo affermare che i risultati che trarremo dalle analisi svolte siano rappresentativi dell'intero mercato

⁸⁷ M. Marques *et al.* (2011), op. cit.

italiano, ma, data la selezione casuale delle società come meglio spiegheremo, possiamo sostenere che tali risultati abbiano una certa significatività e rilevanza.

Selezione del campione

Il database utilizzato per l'analisi che illustreremo è AIDA (Analisi Informatizzata delle Aziende Italiane), una banca dati che raccoglie informazioni anagrafiche, economico-finanziarie e commerciali su società di capitali, società di persone e altri enti (mutue assicurazioni, cooperative, consorzi ecc.), attivi o che hanno cessato la propria attività, con sede legale in Italia.

Per estrapolare dalla banca dati un campione di società idonee per le nostre analisi, abbiamo selezionato una serie di criteri che ci hanno permesso di fare una scrematura iniziale rispetto all'esponentiale massa di dati pubblicati su AIDA.

I criteri impostati sono i seguenti:

- Forma giuridica: società di capitali;
- Stato giuridico: società attiva;
- Società non quotate;
- Società che abbiano pubblicato il bilancio d'esercizio negli ultimi 6 anni (2014-2019).

Oltre ai suddetti requisiti, un ulteriore connotato impostato, di notevole importanza, riguarda il fatturato. Per poter fare delle considerazioni sulla base della dimensione della società, abbiamo selezionato due differenti intervalli di fatturato: il primo campione presenta un fatturato superiore a 20 milioni di euro; il secondo campione racchiude società con un fatturato compreso tra 10 e 20 milioni di euro.

Non sono state considerate società con fatturato inferiore ai 10 milioni di euro per non analizzare dati di società troppo piccole, nelle quali non è sicuramente presente una struttura organizzativa articolata, ma le scelte strategiche sono riconducibili alla singola figura dell'imprenditore, fondatore della società, o al più con i pochi soci-amministratori.

Dati i criteri sopracitati, la banca dati AIDA ha estrapolato più di mille società italiane che rispettassero tali requisiti. Per semplificare l'analisi abbiamo deciso di selezionare, tra le società emerse, 100 aziende in modo casuale, scegliendone 50 con un fatturato minimo di 20 milioni di euro e altre 50 con un fatturato compreso tra 10 e 20 milioni.

Per completezza riportiamo i nomi delle società che costituiscono i due campioni.

Campione 1 (fatturato superiore a 20 milioni di euro): Adriatica srl, Adelchi Ferrari Spa, Alpemac srl, Aluminium Bozen srl, Bacchi Spa, Busitalia Rail Service srl, Busto Motor Company srl, Chierese Pak srl, Cierreffe Spa, Cirsagest Spa, De Wave Spa, Desa srl, Ebsco

Information Service srl, Fruendo srl, Geko Spa, Generalfrigo srl, General Plastic srl, Gestioni Innovative Italia srl, Gestioni Logistica Depositi srl, Hisense srl, Icca Trade srl, Inovyn Produzione Italia Spa, Intecs Solution Spa, I.M. srl, Italbrix Spa, Jakala Spa, Logimer srl, M.I.A. srl, Magli Intermodal Service srl, Marican Construction srl, Ms Printing Solution srl, Multione srl, Nava Press srl, Nederlof Italia srl, Olpeneus srl, Ortho Clinical Diagnostic srl, Ospedale Pederzoli Spa, Paving Technology srl, Pozzoli Food Spa, Primetals Technologies Srl, Progetto Esmeralda Srl, Russotti Gestioni Hotel Spa, Saggese Spa, Servizi Globali Srl, Siderforgerossi Group Spa, Silgan Dispensing System Milano srl, Sir Safety Sistem Spa, Terre di Rai Srl, Vision Group Spa, Wex Europe Services srl.

Campione 2 (fatturato tra 10 e 20 milioni di euro): Agnona srl, Ansa Tech srl, Arthrex Italia srl, Bibos Srl, Bpk Packaging srl, Castello Italia Spa, Cinelli Piume e Piumini srl, Colleroni srl, Complast Italia srl, Corradi srl, Cos.Eco.Industrie Group srl, Costruttori Riuniti Meccanici Italiani Spa, Dtruck srl, Easy Servizi srl, Ebit srl, Grand Hotel Dino srl, I.M.T. srl, Impre.Do srl, Kompany srl, La Fourchette Italy, Ldc Rome Hotels srl, Manz Italy Srl, Moccia Spa, Molino Rachello, Nava Design srl, Nmg Europe, One Italy srl, One Power&Gas, Orion srl, Prefabbricati Guerini srl, Prismacolor srl, Punto auto srl, Vol Ortofrutta srl, Rages srl, Seqirus srl, Silvelox Group Spa, Stamperia Olonia srl, Tasso srl, Trl Italia, Unilegno Italia, Vasto Energy, Versila Supply Service, Vermetal srl, Villa Betania Spa, Visa Nuts srl, W-Evolution srl, Web Factory srl, Zambon Macchine srl, Zanini Italia srl, Zuma srl.

Analisi svolte

Descriviamo qui di seguito le analisi condotte su entrambi i campioni selezionati.

Per quantificare con precisione i dividendi deliberati, ed eventualmente distribuiti da una società, bisognerebbe avere a disposizione le singole delibere assembleari, oltre che essere informati sull'importo esattamente liquidato ai soci nell'anno considerato, in quanto, nonostante l'assemblea abbia deliberato la distribuzione dei dividendi, trattandosi di piccole e medie imprese non quotate, non è detto che il pagamento avvenga nell'immediato. Non è infrequente, infatti, trovarsi di fronte ad una S.r.l. che negli anni ha deliberato la distribuzione di dividendi ma non li ha ancora liquidati ai soci.

Non avendo a disposizione tali informazioni dettagliate, abbiamo ricostruito indirettamente il quantitativo di dividendi distribuiti annualmente. Partendo dunque dai prospetti contabili di Stato Patrimoniale e Conto Economico (per gli anni d'esercizio che vanno dal 2014 al 2019) abbiamo identificato le variazioni intercorse tra le voci del Patrimonio Netto, individuando le somme che potenzialmente sono state distribuite ai soci. Prendendo in considerazione due esercizi consecutivi abbiamo verificato la presenza di variazioni nel capitale sociale e nelle

varie riserve patrimoniali, quali ad esempio la riserva legale, la riserva straordinaria, la riserva da utili/perdite degli esercizi precedenti e così via. Una volta sommate le variazioni del p.n., abbiamo confrontato tale importo con il risultato economico dell'esercizio precedente, ottenendo differenti casi:

- Utile dell'esercizio precedente $>$ variazioni positive delle riserve e del c.s.: abbiamo assunto che tale differenza rappresenti il dividendo distribuito nell'anno considerato, perché gli incrementi del capitale sociale e delle varie riserve potrebbero essere stati ottenuti sia reinvestendo gli utili precedenti sia tramite nuovi apporti da parte dei soci.
- Utile dell'esercizio precedente e assenza di variazioni nel c.s. e nelle riserve: non avendo rilevato accantonamenti nel patrimonio netto, abbiamo assunto che l'intero ammontare dell'utile dell'esercizio precedente sia stato distribuito nell'anno considerato;
- Utile dell'esercizio precedente e diminuzioni del c.s. e/o delle riserve: in assenza di perdite riportate a nuovo, abbiamo assunto che, nell'anno considerato, siano stati distribuiti dividendi per un ammontare pari alla somma degli utili dell'esercizio precedente e della variazione delle riserve. Nel caso in cui, invece, ci fossero state perdite riportate a nuovo, abbiamo ridotto gli utili dell'esercizio precedente di tale importo e l'eventuale residuo lo abbiamo considerato quale dividendo distribuito;
- Utile dell'esercizio precedente $<$ variazioni positive delle riserve e del c.s.: abbiamo assunto che, nell'anno considerato, non è stato distribuito alcun dividendo in quanto gli incrementi delle riserve patrimoniali, quasi sicuramente, sono stati ottenuti reinvestendo gli utili precedenti ed eventualmente apportando anche ulteriori somme di denaro;
- Perdite dell'esercizio precedente $<$ variazioni negative delle riserve e del c.s.: data la riduzione delle riserve, abbiamo assunto che sono stati distribuiti dividendi per la differenza tra la perdita dell'esercizio precedente e la riduzione delle riserve stesse;
- Perdite dell'esercizio precedente e assenza di variazioni nel c.s. e nelle riserve: in quest'ultimo caso abbiamo notato che le perdite dell'esercizio precedente sono state portate a nuovo e dunque abbiamo assunto che non siano stati distribuiti utili.

Una volta individuate le somme ipoteticamente distribuite in qualità di dividendi annuali, abbiamo analizzato il comportamento delle singole società nel corso degli anni (tra il 2014 e il 2019). Abbiamo quindi verificato, innanzitutto, se nel periodo temporale considerato hanno distribuito dividendi e, nel caso di riscontro positivo, abbiamo calcolato il rapporto

percentuale tra i dividendi distribuiti (nell'anno x) e gli utili dell'esercizio precedente (anno x-1).

Esaminando le percentuali così ottenute, abbiamo cercato di individuare la politica perseguita dalla società per la distribuzione dei dividendi, verificando quindi se tale strategia potesse essere ricondotta ad una delle tre forme di stabilità illustrate nella *Stability Theory*: dividendo costante per azione (o quota); percentuale costante di utili netti; piccolo dividendo costante per azione più un dividendo extra.

Risultati dell'analisi

Presentiamo ora i risultati ottenuti dall'indagine condotta.

Per quanto concerne il primo campione, riportiamo di seguito una tabella di sintesi.

Tabella 4: Campione 1 - Distribuzione Dividendi

CAMPIONE N. 1	n. società	% sul totale	di cui
NON DISTRIBUZIONE DI DIVIDENDI	40	80%	
Ritenzione degli utili	29	58%	73%
Perdita	11	22%	28%
DISTRIBUZIONE DIVIDENDI	10	20%	
Altre forme di distribuzione	6	12%	60%
Dividendo nominale costante	1	2%	10%
Payout ratio costante	3	6%	30%
TOTALE	50		

Fonte: autoprodotta

Come si evince dalla tabella, tra le 50 società che hanno fatturato tra il 2014 e il 2019 un importo superiore a 20 milioni di euro, solamente 10 società hanno distribuito dividendi, rappresentando il 20% del campione, mentre le altre 40 società non hanno distribuito dividendi.

Tra le società che hanno distribuito dividendi, il 6% (ossia 3 società su 50) ha seguito una politica di *payout ratio* costante, cioè hanno distribuito dividendi in funzione dell'utile prodotto, mantenendo un rapporto percentuale costante (es. distribuzione annua del 40% degli utili prodotti). Solamente una società, sul totale del campione, pari al 2%, ha distribuito dividendi per un ammontare nominale costante. Le restanti società che hanno distribuito dividendi (6 società, pari al 12% del campione), hanno utilizzato altre forme di distribuzione, non riconducibili alla *Stability Theory*.

L'80% del campione, invece, non ha distribuito dividendi e abbiamo ricollegato tale decisione a due principali motivazioni: o si tratta di società in perdita (rappresentate dal 22% del

campione), oppure sono società che hanno preferito reinvestire nella propria attività gli utili realizzati (il 58% del campione).

Dalle percentuali ottenute notiamo come la maggior parte del campione non distribuisca dividendi e che le società, che invece hanno remunerato i soci negli ultimi anni, hanno perseguito politiche di distribuzione non coerenti con le teorie illustrate nella prima parte del presente elaborato. Quindi, anche di fronte a società che sicuramente hanno una forma organizzativa strutturata, data la dimensione rilevante dell'attività svolta (il fatturato minimo considerato è pari a 20 milioni, ma sono presenti nel campione società che fatturano circa 200 milioni di euro), possiamo affermare che per tali società la politica di distribuzione dei dividendi non sembra incidere particolarmente sulle scelte strategiche aziendali.

Presentiamo ora i risultati del secondo campione di analisi.

Tabella 5: Campione 2 - Distribuzione Dividendi

CAMPIONE N. 2	n. società	% sul totale	di cui
NON DISTRIBUZIONE DI DIVIDENDI	41	82%	
Ritenzione degli utili	33	66%	80%
Perdita	8	16%	20%
DISTRIBUZIONE DIVIDENDI	9	18%	
Altre forme di distribuzione	9	18%	100%
TOTALE	50		

Fonte: autoprodotta

Anche in questo secondo campione, come già anticipato, il numero di società analizzate è pari a 50, che presentano però un fatturato, per l'arco temporale che va dal 2014 al 2019, compreso tra 10 e 20 milioni di euro. In questo campione abbiamo rilevato l'assenza di distribuzione di dividendi per 41 società, pari all'82% del gruppo, mentre solamente 9 società hanno distribuito dividendi, pari al 18%. Abbiamo inoltre constatato che le forme di distribuzione adottate da queste ultime società non rispecchiano le teorie citate nel primo capitolo dell'elaborato, ma propendono per una distribuzione irregolare evidenziando la mancanza di politiche di distribuzione definite per il medio-lungo periodo.

Tra le 41 società che non hanno distribuito dividendi negli ultimi 5 esercizi, abbiamo potuto constatare due situazioni: la prima riguarda le società in perdita, che non hanno potuto distribuire dividendi per la mancata copertura di tali perdite; la seconda concerne le società che hanno favorito la ritenzione degli utili alla loro distribuzione.

Quindi, come già delineato per il primo campione, anche in questo secondo caso vediamo come prevalgano politiche di ritenzione degli utili, nello specifico parliamo di 33 aziende su 50 (66% del campione).

Con riferimento alle politiche di distribuzione adottate dalle società dei due differenti campioni, notiamo come nel secondo campione, riguardante società con un volume d'affari minore, non siano emerse politiche di distribuzione in linea con le teorie presentate, mentre nel primo campione, trattandosi di società con un volume d'affari più ampio, emerge una piccola presenza di società non quotate che applicano teorie di distribuzione in linea con quelle utilizzate dalle società quotate, descritte nella *Stability Theory*.

Sommando i risultati ottenuti per i due campioni, otteniamo i seguenti dati.

Tabella 6: Campione 1 e 2 - Distribuzione Dividendi

CAMPIONE COMPLESSIVO	n. società	% sul totale	di cui
NON DISTRIBUZIONE DI DIVIDENDI	81	81%	
Ritenzione degli utili	62	62%	77%
Perdita	19	19%	23%
DISTRIBUZIONE DIVIDENDI	19	19%	
Altre forme di distribuzione	15	15%	79%
Dividendo nominale costante	1	1%	5%
Payout ratio costante	3	3%	16%
TOTALE	100		

Fonte: autoprodotta

Vediamo, dunque, che, avendo ottenuto risultati pressoché simili nei due campioni selezionati, sommandoli otteniamo un risultato che non si discosta da quanto pocanzi evidenziato. Abbiamo infatti che, su un totale di 100 società, il 19% ha distribuito dividendi negli anni che vanno dal 2014 al 2019, di cui il 21% ha seguito le linee guida della *Stability Theory*, mentre il restante 79% ha distribuito in modo irregolare, senza evidenziare particolari strategie alla base. Non ha, invece, distribuito dividendi l'81% del campione, di cui il 23% per un andamento negativo dell'attività, confutato dalla presenza di perdite negli ultimi 5 anni, mentre il 77% ha preferito reinvestire nell'attività gli utili generati.

Possiamo quindi concludere che, tenendo presente che i risultati ottenuti sono rappresentativi di un piccolo segmento di mercato, nelle piccole medie imprese italiane non quotate, prevale la scelta dei soci di non distribuire gli utili, mettendo a disposizione del business tali risorse economiche in modo da accelerare il processo di crescita.

CONCLUSIONI

Nella parte teorica e tramite le applicazioni quantitative di questo elaborato, si è potuto constatare che i temi della determinazione degli utili e della distribuzione dei dividendi assumono una particolare connotazione nelle PMI non quotate.

Per quanto concerne gli utili, attraverso la letteratura illustrata e l'applicazione di approcci statistici e grafici, si è visto che verosimilmente le PMI italiane non quotate mettono in pratica tecniche di manipolazione degli utili. Le imprese con guadagni positivi, infatti, gestiscono gli utili al ribasso per avvicinarli allo zero, minimizzando il peso percentuale delle imposte d'esercizio sui ricavi realizzati. Le aziende in perdita, per contro, gestiscono i risultati di gestione al rialzo per far figurare utili che, anche se di poco, superano la soglia dello zero. In tal modo, gli amministratori cercano di evitare possibili dinieghi o richieste di garanzie aggiuntive da parte delle banche a cui si rivolgono per ottenere finanziamenti, nonché di ridurre la probabilità di indagini da parte delle autorità fiscali.

La parte applicativa di questa tesi conferma le sopracitate considerazioni tramite un'analisi quantitativa dei dati estrapolati dai bilanci pubblicati, negli ultimi cinque anni, da due campioni di PMI non quotate.

Passando alla trattazione sui dividendi, invece, abbiamo potuto constatare, attraverso le analisi empiriche sui campioni selezionati, come le teorie studiate per le politiche di distribuzione dei dividendi non siano frequentemente adottate dalle società di piccole dimensioni. Nei campioni studiati, infatti, emerge una prevalente tendenza a reinvestire nell'attività la ricchezza prodotta, influenzata probabilmente anche da scelte aziendali orientate al risparmio fiscale, percorribile ad esempio attraverso l'attribuzione di compensi ai soci-amministratori, escludendo così la distribuzione di dividendi.

BIBLIOGRAFIA

- Agwor T.C. (2014). The Normal Distribution of Financial Accounting Ratios as Indicators of Business Status. *European Journal of Business and Management*, vol. 6, n. 35, pp. 215-222. <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.673.9123&rep=rep1&type=pdf>
- Bajaj M., Vijh M. (1990). Dividend clientele and the information content of dividend changes. *The Journal of Financial Economics*, vol. 26, 2, pp. 193-219. <https://www.biz.uiowa.edu/faculty/avijh/Bajaj-Vijh-JFE-1990-Dividend-clientele-effects.pdf>
- Baskin J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, 18, 1, pp.26-35. https://www.jstor.org/stable/3665695?seq=1#page_scan_tab_contents
- Berk J., Demarzo P. (2015). *Finanza Aziendale 1*. Milano, Pearson Italia, pp. 621-656. <http://img.ibs.it/pdf/9788871926377.pdf>
- Bisogno M., De Luca R. (2015). Financial Distress and Earnings Manipulation: Evidence from Italian SMEs. https://www.researchgate.net/profile/Marco_Bisogno/publication/274985990_Financial_Distress_and_Earnings_Manipulation_Evidence_from_Italian_SMEs/links/552e0806cf21acb092193c9/Financial-Distress-and-Earnings-Manipulation-Evidence-from-Italian-SMEs.pdf
- Borsa Italiana (2020). Come quotarsi in Borsa: costi e requisiti. <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/comequotarsi/comequotarsihome/comequotarsi.htm>
- Brav A., Graham J.R., Campbell R.H., Michaely R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, vol. 77, 3, p. 483-527. https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/Published_Papers/P88_Payout_policy_in.pdf
- Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Mohantly P. (2018). *Principles of Corporate Finance*. New York, McGraw-Hill. <https://books.google.it/>
- Brockman P., Unlu E. (2009). Dividend Policy, Creditor Rights, and the Agency Costs of Debt. *Journal of Financial Economics*, 92, pp. 276–299. <https://digitalcommons.unl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1012&context=financefacpub>
- Campa D., Camacho-Miñano M.-M. (2015). The impact of SME's pre-bankruptcy financial distress on earnings management tools. *International Review of Financial Analysis*. 42, pp. 222-234. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1057521915001313>
- Cao J., Lerner J. (2006). The Performance of Reversed Leveraged Buyouts. National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 12626. <https://www.nber.org/papers/w12626.pdf>
- Caselli S., Chiarella C., Gatti S., Gigante G., (2018). Why do italian companies go public? An empirical analysis of the period 2006-2016. Università Bocconi, Baffi Carefin, Equita. Occasional Paper.

<https://www.equita.eu/static/upload/pos/position-paper-baffi-carefin-equita-2018.pdf>

Cohen D.A., Dey A., Lys T.Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The accounting review*, 83, 3, pp. 757-787.
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID992227_code118206.pdf?abstractid=813088&mirid=1

Coppens L., Peek E. (2005). An analysis of earnings management by European private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 14, 1, pp. 1-17.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=458405

Dalocchio M., Tzivelis D., Vinzia M.A. (2011). *Finanza per la crescita sostenibile. Scelte di struttura finanziaria e politica dei dividendi*. Milano, Egea.

Damodaran A. (2006) *Finanza aziendale*. Milano APOGEO.

Davidoff Solomon S.M. (2009). *The Failure of Private Equity*. Berkeley Law Scholarship Repository.
<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=246119020070002003094116121019092064002078032078006078100072091091106071085010086117032056001043039056032016113024116088090113047037047078014094004097112119123001018028080027114026068104085000001076069003026072102098125000079098106127025117082105003&EXT=pdf>

Dechow P.M., Skinner D.J. (2000). Earnings Management: Reconciling the View of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons*, 14, 2, pp. 235–250.
<https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/000324309.pdf?abstractid=218959&mirid=1>

Deloitte (2019). *Italy Private Equity Confidence Survey*. Financial Advisory.
https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/strategy/Italy%20Private%20Equity%20Confidence%20Survey_primo%20semestre%202019_Deloitte%20Italy.pdf

Duke University Judicature (2019). *Ten Years from the Bottom*. Vol. 103, num. 2.
<https://judicature.duke.edu/articles/ten-years-from-the-bottom/>

Dye R.A. (1988). Earnings Management in an Overlapping Generations Model. *Journal of Accounting Research*, 26, 2, pp.195-235.
<https://www.jstor.org/stable/pdf/2491102.pdf>

Fiani M.P., Mascaretti P. (2020). *Rapporto KPMG-AIFI 2018: The Sunny Spell*. KPMG.
<https://home.kpmg/it/it/home/insights/2019/09/rendimenti-mercato-italiano-private-equity.html>

Foreman-Peck J. (2012). Effectiveness and efficiency of SME innovation policy. *Small Business Economics* 41,1, March.
https://www.researchgate.net/profile/James_Foreman-Peck/publication/230819826_Effectiveness_and_efficiency_of_SME_innovation_policy/links/0fcfd504f67fc54850000000/Effectiveness-and-efficiency-of-SME-innovation-policy.pdf

Garbelli M.E. (2016). Competitive Networking For SME: A Case Study Of Its Success In Italy. *European Scientific Journal* March 2016 edition vol.12, No.7, pp. 1-19. <http://eujournal.org/index.php/esj/article/view/7115/6850>

Giorgino M., Daveri C., Di Leva C., Gazzetta L. e Gualmini N. (2014). La struttura finanziaria delle PMI: analisi e prospettive. *DVRCAPITAL*. http://www.dvrcapital.it/wp-content/uploads/2014/05/DVR_LA-STRUTTURA-FINANZIARIA-DELLE-PMI.pdf

Gordon M.J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Management of Corporate Capital*, vol. 18, 2, pp. 264-272. <https://www.jstor.org/stable/pdf/2977907.pdf>

Goyal A., Muckley C. (2013). Cash dividends and investor protection in Asia. *International Review of Financial Analysis*, vol. 29, September, pp. 1-27. https://cora.ucc.ie/bitstream/handle/10468/9562/Goyal_2013_WPS_Cash_dividends_and_investor_protection_in_Asia.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Graham J.R., Harvey C.R., Rajgopal S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, pp. 3–73. <https://www.nber.org/papers/w10550.pdf>

Grullon G., Weston J.P., Payne B., Underwood S. (2018).. Why Companies Are Actually Doing Investors A Favor By Not Paying Dividends. *Rice University Business Wisdom*. <https://business.rice.edu/wisdom/peer-reviewed-research/why-companies-are-actually-doing-investors-favor-not-paying-dividends>

Gunny K.A. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research* Vol. 27 No. 3 (Fall 2010) pp. 855–888. https://www.econ.au.dk/fileadmin/Economics_Business/Education/Summer_University_2012/6308_Advanced_Financial_Accounting/Advanced_Financial_Accounting/4/Gunny_CAR_2010.pdf

Hamdi F.M., Zarai M.A. (2012). Earnings management to avoid earnings decreases and losses: empirical evidence from Islamic banking industry. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3, 3, pp. 88-107. https://www.academia.edu/1544800/11_88_106_Earnings_Management_to_Avoid_Earnings_Decreases_and_Losses

Healy M., Palepu K.G. (1988) Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics*, vol. 21, 2, p. 149-175. <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/47298/earningsinformat00heal.pdf?sequen>

Healy M., Palepu K.G. (1993). The effect of firms financial disclosure strategies on stock prices. . *American accounting association*, vol. 7, 1, pp. 1-11. <https://search.proquest.com/docview/208903714/fulltext/E050E4AE131B4B01PQ/1?ac>

Hussainey K., Mgbame O., Mgbame M, (2011) Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, 12, 1, p. 57-68.

https://www.researchgate.net/profile/Khaled_Hussainey/publication/228383474_Dividend_policy_and_share_price_volatility_UK_evidence/links/0a85e53b407b48d509000000/Dividend-policy-and-share-price-volatility-UK-evidence.pdf

Jacob J., Jorgensen B.N. (2007). Earnings management and accounting income aggregation. *Journal of Accounting and Economics*, 43, 2-3, pp. 1-22.
<https://pdfs.semanticscholar.org/2398/455f18f4a05c4366e0a11aad2647f2cd0766.pdf>

Jensen M.C. (1989). Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, September-October. <https://hbr.org/1989/09/eclipse-of-the-public-corporation>

Kaplan S.N., Schoar A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *The journal of finance*, Vol. LX, No. 4.
<http://web.mit.edu/aschoar/www/KaplanSchoar2005.pdf>

Kent Baker H. (2011). Dividends and Dividend Policy. New York, Wiley, pp. 115-126.
https://www.researchgate.net/profile/David_Smith87/publication/230536117_Residual_Dividend_Policy/links/5a6fab97458515015e61dc95/Residual-Dividend-Policy.pdf

Kerstein J., Rai A. (2006). Intra-year shifts in the earnings distribution and their implications for earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 44, 3, pp. 399-419.
http://w4.stern.nyu.edu/accounting/docs/speaker_papers/spring2006/Intra_year_shifts.pdf

Kim J.B., Simunic D.A., Stein M.T., Yi C.H. (2007). Voluntary Audit and the Cost of Debt Capital for Privately Held Firms: Korean Evidence. *Sauder School of Business Working Paper*.
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1029863_code111877.pdf?abstractid=773809.&mirid=1

Lerner J. (2011). The Future of Private Equity. *European Financial Management*, 17, 3.
<https://www.mastermindscapital.com/2015/05/08/the-future-of-private-equity-by-josh-lerner/>

Lintner J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends Retained Earnings and Taxes. *The American Economic Review*, vol. 46, 2, pp. 97-113.
<https://www.jstor.org/stable/pdf/1910664.pdf?refreqid=excelsior%3A325f8422248e19ca9f60bb7d3421604c>

Mantovi A., Schianchi A. (2011). *Dividendi. Un contributo alla teoria dell'impresa*. Roma, Carocci.

Marques M., Rodrigues L.L., Craig R. (2011). Earnings management induced by tax planning: The case of Portuguese private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20, 2, pp. 83-96.
https://www.academia.edu/939709/Earnings_management_induced_by_tax_planning_The_case_of_Portuguese_private_firms

Masulis W., Korwar A. (1986). Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation. *Journal of Financial Economics*, 15, 2), pp.91-118.
https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID961034_code122768.pdf?abstractid=961034&mirid=1

Mikkelson H., Partch M. (1986). Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics*, 15, 2, pp.31-60.
<http://lcb-file.uoregon.edu/wm>

Miller M.H., Modigliani F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation Of Shares. *The Journal of Business* 34,4, pp. 411 – 433.
https://www.researchgate.net/publication/24102112_Dividend_Policy_Growth_and_the_Valuation_Of_Shares/fulltext/5e4007a8a6fdccd9659373f3/Dividend-Policy-Growth-and-the-Valuation-Of-Shares.pdf

Myers C., Majluf S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 2, pp.187-221.
<https://www.nber.org/papers/w1396.pdf>

Nagar N., Sen K. (2016). Earnings Management Strategies during Financial Distress. IIMA Working Papers.
<https://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=https%3A%2F%2Fweb.iima.ac.in%2Fassets%2Fsnippets%2Fworkingpaperpdf%2F7456417362016-02-03.pdf;h=repec:iim:iimawp:14244>

National Bureau of Economic Research (2020). US Business Cycle Expansions and Contractions. <https://www.nber.org/cycles.html>

OECD (2020). Capital Market Review of Italy. Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers. OECD Capital Market Series.
<http://www.oecd.org/corporate/ca/OECD-Capital-Market-Review-Italy.pdf>

Palmiter A.R. (2004). Accumulated Retained Earnings Statement. *Law & Valuation. Financial Valuation in Legal Contexts*.
<https://users.wfu.edu/palmitar/Law&Valuation/chapter%203/3-2-3.htm>

Picardo (2020). Dividend vs. Buyback: What's the Difference? Investopedia. Dividend Stocks. <https://www.investopedia.com/articles/active-trading/073015/dividend-versus-buyback-which-better.asp>

Poli S. (2013). Small-sized companies' earnings management: evidence from Italy. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, vol. 3, n.2, pp. 93-109.
<http://www.macrothink.org/journal/index.php/ijafr/article/view/4191/3755>

Poli S. (2014). The Italian Unlisted Companies' Earnings Management Practices: The Impacts of Fiscal and Financial Incentives. *Research Journal of Finance and Accounting*, v. 4, n. 11, pp. 48-60.
https://www.researchgate.net/profile/Simone_Poli/publication/271706148_The_Italian_Unlisted_Companies'_Earnings_Management_Practices_The_Impacts_of_Fiscal_and_Financial_Incentives/links/54d015b50cf298d65666240c/The-Italian-Unlisted-Companies-Earnings-Management-Practices-The-Impacts-of-Fiscal-and-Financial-Incentives.pdf

Politecnico di Milano (2018). Alternative Finance for SMEs in Italy. Department of Management and Production Engineering. Novembre.
<https://epic.it/sites/default/files/documents/Report%20Alternative%20Finance%20for%20SMES%20in%20Italy.pdf>

Roychowdhury S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 3, pp. 335–370. https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID923908_code344109.pdf?abstractid=477941&mirid=1

Sali G. (2020). Le PMI nell'ecosistema imprenditoriale italiano: un confronto con l'UE. *Osservatori.net*. https://blog.osservatori.net/it_it/pmi-ecosistema-imprenditoriale-italiano-confronto-ue

SEI (2016). The Future of Private Equity. Survey. <https://www.ioandc.com/wp-content/uploads/2016/11/2-SEI-IMS-FutureofPE-2016-US.pdf>

S&P Dow Jones Indices (2020). S&P 500. <https://us.spindices.com/indices/strategy/sp-500-buyback-index>

S&P Dow Jones Indices (2020). S&P 500 Buyback Index. <https://us.spindices.com/indices/strategy/sp-500-buyback-index>

S&P Dow Jones Indices (2020). S&P 500 Dividend Aristocrats. <https://us.spindices.com/indices/strategy/sp-500-dividend-aristocrats>

Università Ca' Foscari (2016). Politiche finanziarie e Strategie di investimento. Venezia, McGraw-Hill Education.

Von Eije H., Goyal A., Muckley C. (2013). How do dividend policies influence firm risks? University of Groningen, Faculty of Economics and Business, pp. 1-34. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.295.2247&rep=rep1&type=pdf>

Zang A. (2011). Evidence on the Trade-Off Between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *The Accounting Review* 87, 2, pp. 1-50. https://www.researchgate.net/profile/Amy_Zang/publication/228248831_Evidence_on_the_Trade-Off_Between_Real_Activities_Manipulation_and_Accrual-Based_Earnings_Management/links/02bfe5100734ed68b1000000/Evidence-on-the-Trade-Off-Between-Real-Activities-Manipulation-and-Accrual-Based-Earnings-Management.pdf

SITOGRAFIA

<https://www.borsaitaliana.it/>

<https://data.oecd.org/entreprenEuro/enterprises-by-business-size.htm>

http://www.moneychimp.com/features/market_cagr.htm

RINGRAZIAMENTI

Ringrazio in primo luogo mio padre Pietro e mia sorella Emiliana che mi hanno sempre sostenuto nelle mie scelte e aiutato a diventare la persona che sono motivandomi e insegnandomi a non mollare mai.

Ringrazio mia mamma Rita che anche se non è più tra noi so che sarebbe orgogliosa di me.

Ringrazio Silvia per essermi sempre accanto nelle gioie e dolori della vita.

Ringrazio i miei compagni di Università che hanno alleggerito le ore di studio e con cui ho lavorato piacevolmente per numerosi lavori di gruppo.

Ringrazio il mio relatore Professor F.Beltrame per avermi fatto appassionare alla sua materia di Politiche e strategie di investimento e avermi aiutato a concludere il mio percorso formativo.

Ringrazio Nectogroup S.r.l. che mi sta permettendo di crearmi un futuro lavorativo e allo stesso tempo finire il mio percorso di studi.

Infine ringrazio tutte le persone che mi sono state vicino in questi anni, che mi hanno supportato e sopportato con molto affetto.