



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale  
(ordinamento ex D.M. 270/2004)  
in Amministrazione, Finanza e Controllo

—  
Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

Tesi di Laurea

**Le payout policy: un confronto tra  
Italia e Inghilterra**

**Relatore**

Ch. Prof.ssa Elisa Cavezzali

**Laureando**

Giovanni Viel  
Matricola 821840

**Anno Accademico**

**2013 / 2014**



# Indice

<b>Capitolo I. Introduzione</b>	pag. 5
<b>Capitolo II. Le forme di <i>payout</i></b>	pag. 8
2.1 Introduzione	pag. 8
2.2 Distribuzione dei dividendi	pag. 11
2.3 Alternative ai dividendi in contanti	pag. 17
2.3.1 Dividendi in azioni	pag. 17
2.3.2 Frazionamento	pag. 18
2.3.3 Raggruppamento	pag. 19
2.4 <i>Buyback</i>	pag. 20
<b>Capitolo III. Le teorie sulle <i>dividend policy</i></b>	pag. 26
3.1 Introduzione	pag. 26
3.2 Teorie sull'irrelevanza dei dividendi	pag. 28
3.2.1 L'irrelevanza della politica dei dividendi	pag. 29
3.2.2 La <i>residual theory</i>	pag. 35
3.3 Teorie sulla rilevanza dei dividendi	pag. 36
3.3.1 <i>Bird in the hand hypothesis</i>	pag. 37
3.3.1.1 La stabilizzazione dei dividendi: il modello di Lintner	pag. 38
3.3.1.2 Il modello di Gordon	pag. 40
3.3.1.3 Il modello di Walter	pag. 42
3.4 L'impatto della componente fiscale	pag. 43
3.5 L'effetto clientela	pag. 46
3.6 Il contenuto informativo dei dividendi	pag. 52
3.7 La <i>catering theory</i>	pag. 55
3.8 La teoria dell'agenzia	pag. 59
3.9 Dividendi e ciclo di vita dell'impresa	pag. 62

3.10 La finanza comportamentale e la politica dei dividendi	pag. 66
<b>Capitolo IV. Analisi e confronto delle <i>dividend policy</i></b>	pag. 74
4.1 Introduzione	pag. 74
4.2 Le frequenze di pagamento	pag. 76
4.3 La tutela dei diritti degli azionisti nei regimi giuridici di <i>civil law</i> e <i>common law</i>	pag. 83
4.4 Predisposizione di politiche alternative	pag. 88
4.5 L'evidenza delle politiche di <i>payout</i> a livello di settore	pag. 94
4.6 L'evidenza analitica	pag. 104
<b>Capitolo V. Conclusione</b>	pag. 110
<b>Bibliografia</b>	pag. 115
<b>Sitografia</b>	pag. 121
<b>Ringraziamenti</b>	pag. 123

# Capitolo I

## Introduzione

La questione dei dividendi societari ha una storia relativamente lunga i cui albori possono essere fatti risalire al XVI secolo. Quando il commercio marittimo rappresentava una delle principali industrie dell'economia europea dell'epoca, nel Regno Unito alcuni capitani dei vascelli mercantili iniziarono a sviluppare delle particolari forme di finanziamento vendendo ai propri investitori dei "diritti finanziari" che davano loro la garanzia di ricevere parte dei proventi ricavati dall'eventuale buon esito dell'attività. Presto questi diritti furono sostituiti dal coinvolgimento diretto nel capitale attraverso la vendita di quote dello stesso, cosicché nei primi tempi, al termine di ogni viaggio si assisteva alla liquidazione del ricavato, ma anche dell'intero capitale. Tuttavia, poiché col passare del tempo si consolidò la redditività del commercio marittimo grazie al crescente successo delle imprese del settore, la prassi di liquidare anche l'intero capitale investito al termine di ciascun viaggio scemò, perché divenuta gravosa e di difficile attuazione, così queste aziende iniziarono ad avere continuità ed il problema si spostò sulla necessità di dover decidere quale fosse la quota di profitti da dover distribuire agli investitori, facendo di fatto nascere i primi regolamenti di dividendi di quelle che possono essere considerate le precorritrici delle attuali società per azioni.

Col passare del tempo anche le aziende di altri settori si evolsero e gradualmente cominciarono a subire il processo di metamorfosi della loro ragione sociale che le ha rese entità complicate, fintanto da condurle a divenire le società per azioni che conosciamo oggi.

Nella letteratura della finanza aziendale il *Chief Financial Officer* è oggi la figura che affianca l'amministratore delegato e generalmente è deputata ad

affrontare principalmente due decisioni operative: da un lato quelle attinenti alle scelte di *capital budgeting* (investimenti) e dall'altro prendere i provvedimenti adeguati nella determinazione delle politiche di finanziamento da attuare. La prima fa riferimento a quel processo di pianificazione e controllo utilizzato per determinare quale tra gli investimenti che si presentano ad una azienda valga la pena di perseguire, invece la seconda si occupa di come tali attività dovrebbero essere finanziate. Se è innegabile che queste decisioni costituiscono sin dal primo momento l'attività operativa del CFO è invero che una terza decisione di non scarso rilievo può sorgere nel momento in cui l'impresa dovesse cominciare a divenire profittevole generando utili: si dovrebbe procedere alla distribuzione di tutto il profitto agli azionisti o solo di una parte per mezzo dei dividendi, o piuttosto dovrebbe essere reinvestito in azienda? In prima battuta verrebbe da rispondere che qualsiasi dirigente nello svolgimento dei propri compiti dovrebbe dar attuazione solo ad azioni che aumentino il valore per gli azionisti per conto dei quali amministrano la società, tuttavia la faccenda non può limitarsi a considerare la questione di quanto degli utili generati saranno necessari per avviare nuovi investimenti, poiché vi sono molti altri fattori da prendere in considerazione che potrebbero aver ripercussioni sul prezzo azionario.

Il termine *dividend policy* fa allora riferimento al particolare modo di agire e procedere che forgia il comportamento che il management segue nella gestione delle decisioni sulla distribuzione dei dividendi ovvero, detto in altre parole, la quantità ed il modo di distribuzione attuato nel corso del tempo in favore della proprietà. È quindi un aspetto che ha impegnato seriamente i manager dalla nascita della moderna società commerciale. L'argomento della politica dei dividendi resta una delle questioni più controverse e dibattute della finanza, il cui studio ha catturato l'attenzione dei ricercatori dalla metà del secolo scorso. Essi hanno tentato di risolvere diversi problemi riguardanti i dividendi e formulare teorie e modelli per cercare di spiegare il comportamento delle imprese nel tentativo di risolvere l'intrigato enigma dei dividendi. Giustappunto Black (1976)<sup>1</sup> nella sua enunciazione di questo aspetto economico parlò di *dividend puzzle*, un rompicapo che, alla stregua di un mosaico, è rappresentato da un insieme di tessere così vasto che sembrano non trovare giunzione l'una

---

<sup>1</sup> Black F., 1976, The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5–84.

con l'altra nella loro totalità, senza perciò permettere di scovarne il disegno sottostante che si cela. Nel tentativo di darne una corretta disposizione nel corso degli anni si sono accavallate differenti correnti di pensiero che hanno cercato di mettere ordine a tale guazzabuglio apparentemente inestricabile e duraturo; tuttavia, nonostante il numero di teorie avanzate in letteratura per spiegare la loro presenza pervasiva sia ragguardevole, i dividendi rimangono ancora uno degli aspetti più controversi e spinosi, ma al tempo stesso affascinanti della finanza aziendale.

Per questo motivo dopo aver definito all'interno del secondo capitolo le forme tecniche di *payout* cui le aziende possono ricorrere, nel terzo si ripercorrono le teorie prodotte in letteratura sul tema della politica dei dividendi che si rivelano utili nell'affrontare e comprendere questo complesso argomento. Esaminando gli studi più importanti e influenti in questo settore, data la consistente mole presente, si tenta così di descrivere i principali modelli e spiegazioni delle politiche di dividendi e di riesaminare i principali studi empirici sulla politica dei dividendi aziendale, presentando tra gli altri, il concetto precursore di irrilevanza di Modigliani e Miller per poi passare agli studi alternativi della *bird in the hand theory*, l'impatto della componente fiscale, l'effetto clientela, la teoria dei segnali, sino alla più recente considerazione degli aspetti psicologici insiti nel dominio della finanza comportamentale. Nel quarto capitolo invece si presenta l'oggetto di indagine del presente elaborato, ossia un confronto tra le *dividend policy* attuate nei mercati italiano ed inglese, con l'intento di far risaltare gli eventuali punti di comunanza nella gestione della suddetta politica e altresì sottolineandone gli elementi di disarmonia, che conseguentemente li portano ad avere dei propri tratti distintivi. Successivamente, nell'ultimo capitolo, saranno esposte le conclusioni.

## Capitolo II

### Le forme di *payout*

#### 2.1 Introduzione

Per riuscire ad interpretare in modo corretto la politica dei dividendi è indispensabile ammettere che essa presenta significati diversi per situazioni e persone differenti. Un provvedimento riguardante i dividendi è nella maggior parte delle situazioni correlato ad altre decisioni sui finanziamenti e sugli investimenti; in taluni casi le aziende erogano bassi dividendi a fronte di un atteggiamento positivo sul futuro da parte del management, trattenendo gli utili generati per sovvenzionare i progetti di espansione. In questo caso il dividendo è interpretabile come una variabile dipendente dalle decisioni di investimento. Se, al contrario, la direzione di un'altra società annunciasse di voler investire in nuovi progetti per mezzo di un largo ricorso al debito, questa azione causerebbe un eccesso di liquidità che si tradurrebbe in un aumento dei dividendi pagati. In questa situazione, il dividendo sarebbe interpretabile come conseguenza della scelta di ricorrere all'indebitamento. I passi che portano alla scelta sui dividendi sono evidenziati nella figura sottostante (fig. 2.1).

È allora necessario cercare di mantenere separate le politiche di *payout* dagli altri aspetti inerenti la gestione finanziaria, in modo tale da essere in grado di capire quali conseguenze si ottengono dalla modificazione delle prime ferme restando le seconde. Logica conseguenza del tener salda la politica di investimenti e le decisioni di finanziamento è che le risorse necessarie per un eventuale aumento dei dividendi, o per la conservazione degli stessi in un



periodo di inatteso calo del flusso di cassa disponibile, sono rinvenibili attraverso l'emissione di nuove azioni.

Con la *dividend policy* quindi, si inquadra la scelta strategica delle aziende inerente la programmazione della politica di *payout* una volta fissati i piani di investimento e di indebitamento; in questo senso l'attenzione si posa sul *trade-off* tra il trattenere gli utili e pagare dividendi e le conseguenze sul valore delle azioni da un lato (Brealey, Myers: 2003<sup>2</sup>) e le possibili interazioni con gli investimenti da un altro.

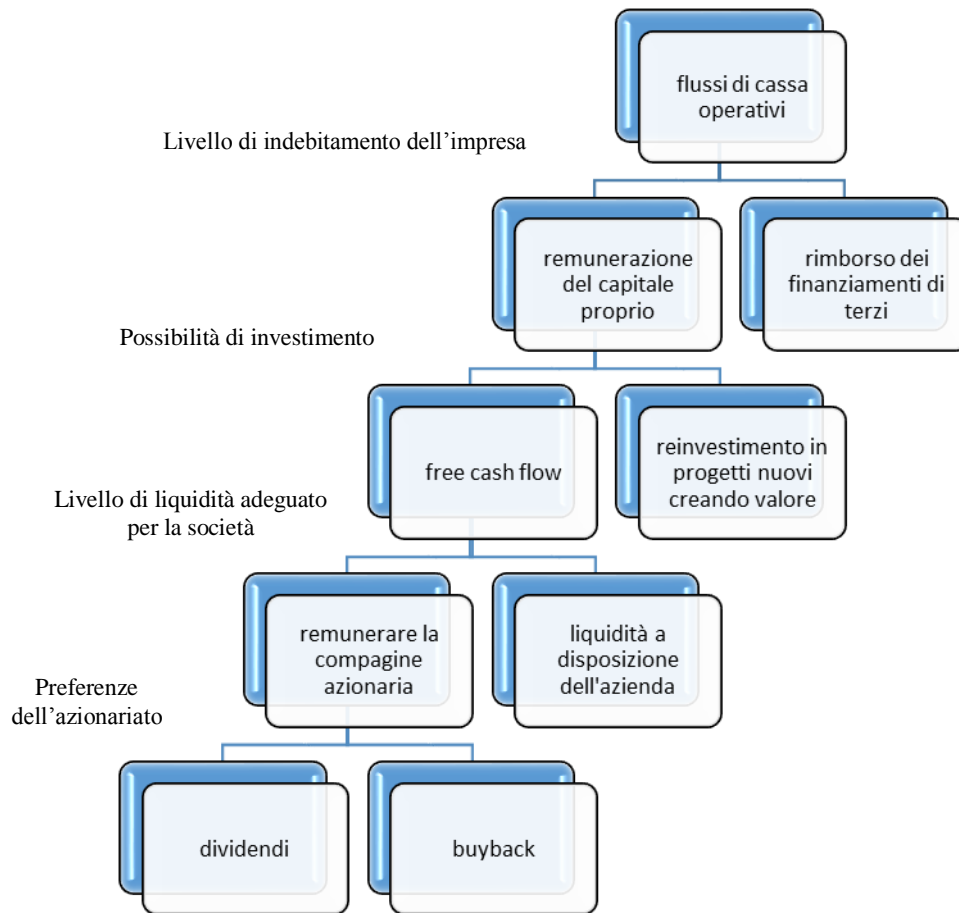
Dalla metà del secolo scorso la controversia su entità e ruolo dei dividendi ha stimolato la nascita di diverse posizioni: dai *rightists* (o partito di destra) che sostenevano che i mercati preferiscono dividendi cospicui a quelli miseri, ai *leftists* (o partito di sinistra) che invece intravedevano in un aumento del *payout* una perdita di valore dell'impresa, passando per la cosiddetta classe di mezzo, la *middle of the road*, la quale non riconosceva alcuna importanza alla politica dei dividendi adottata. Anche studi più recenti hanno portato all'ulteriore constatazione di una disomogeneità di intenti degli attori del mercato, imprese e investitori, che conduce a intraprendere scelte difformi in termini di corrispondenza tra domanda e offerta di dividendi.

Quindi di primo acchito l'argomento dei dividendi sembrerebbe essere non molto vasto e nemmeno troppo complicato, ma esso è comunque un elemento di non secondaria importanza, essendo queste particolari distribuzioni il fermento primario nella realizzazione del valore, in particolare per quegli azionisti che hanno investito i propri risparmi in partecipazioni societarie. Tuttavia, come brevemente accennato poco sopra, con l'emergere in letteratura di posizioni differenti su tale tematica si capisce che la *dividend payout policy* non è un qualcosa di confinabile nella semplice determinazione di un valore percentuale quale è il rapporto di *payout*, ma è un qualcosa di più articolato che dipende dal contesto aziendale e non, contingente a precise variabili che definiscono stato e dinamica del sistema che conduce alla pianificazione di tale politica aziendale.

---

<sup>2</sup> Richard Brealey, Stewart C. Myers, 2003, Finanza Aziendale, McGraw-Hill.

Figura 2.1 Flusso delle decisioni che portano alla scelta sui dividendi



## 2.2 Distribuzione dei dividendi

Il dividendo riproduce una parte della remunerazione (la rimanente deriva dal guadagno in conto capitale) che una azienda decide di corrispondere ai propri azionisti, ma questi ultimi, a differenza degli interessi che vengono corrisposti agli obbligazionisti, non vantano alcun diritto sulla loro percezione.

Il criterio con cui è decisa la distribuzione è proposta dal consiglio di amministrazione, ma la delibera è appannaggio dell'assemblea ordinaria della società<sup>3</sup>, la quale una volta discusso e approvato il bilancio delibera anche con riferimento alla distribuzione dei dividendi. Gli scenari che si possono palesare sono sostanzialmente due: in un primo caso l'assemblea può deliberare il diniego all'erogazione ed il contemporaneo totale reinvestimento in azienda degli utili conseguiti; fattispecie, questa, che non permette ai possessori di azioni ordinarie di ottenere alcun pagamento (esistono delle particolari categorie di azioni che invece risultano immuni da ciò), ma la scelta di evitare la distribuzione permette di effettuare nuovi e remunerativi investimenti che concorreranno ad aumentare il valore della società e parallelamente il corso dell'azione nelle contrattazioni.

Il caso opposto occorre se l'assemblea restituisce parere positivo alla proposta di elargizione del dividendo, momento definito *declaration date*, permettendo ai soci intestatari dei titoli ordinari alla data fissata di ricevere il conguaglio dovuto. È doveroso puntualizzare che non si tratta della totalità dell'utile, ma solo di una sua parte, poiché una porzione deve essere accantonata a riserva legale. Nell'eventualità di un avanzo proveniente dall'utile

---

<sup>3</sup> Per quanto riguarda la normativa italiana, il Codice Civile all'art. 2433 in materia di distribuzione degli utili ai soci dispone il rispetto di dei seguenti vincoli:

- la deliberazione sulla distribuzione degli utili è adottata dall'assemblea che approva il bilancio ovvero, qualora il bilancio sia approvato dal consiglio di sorveglianza, dall'assemblea convocata a norma dell'articolo 2364 bis, secondo comma;
- non possono essere pagati dividendi sulle azioni, se non per utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio regolarmente approvato;
- se si verifica una perdita del capitale sociale, non può farsi luogo a ripartizione di utili fino a che il capitale non sia reintegrato o ridotto in misura corrispondente;
- i dividendi erogati in violazione delle disposizioni del presente articolo non sono ripetibili, se i soci li hanno riscossi in buona fede in base a bilancio regolarmente approvato, da cui risultano utili netti corrispondenti.

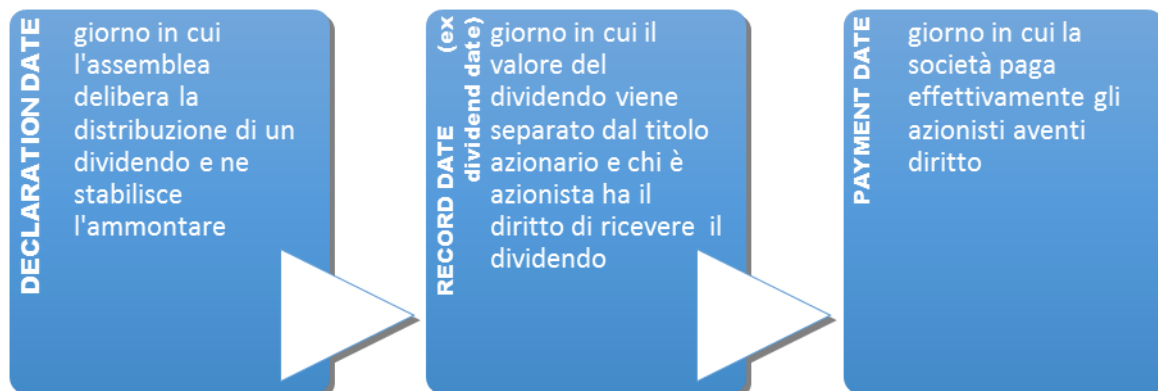
una volta dedotta la riserva legale ed il dividendo, esso può essere indirizzato a reinvestimenti in azienda o ad altri scopi.

Nel caso in cui un'azienda distribuisca delle cedole secondo una prassi conforme ad un determinato modello a cadenze prestabilite, si parla di dividendo regolare, ed è la configurazione di *payout* per mezzo della quale la società elargisce flussi di cassa ai propri azionisti in una previsione di probabile solidità del valore del titolo. I destinatari del pagamento sono gli investitori che dimostrano il possesso di almeno una azione (o più) della società nel giorno identificato come data di registrazione, giorno in cui l'azienda determina chi ritiene siano i propri azionisti aventi il diritto di beneficiare del dividendo. Tuttavia l'iter della registrazione non otterrebbe il crisma della rispettosità nei confronti degli investitori se si producessero delle disparità nel trattamento di transazioni attuate nella stessa data, ma comunicate all'impresa in momenti diversi a causa di inefficienze dell'intermediario a ciò preposto. Per ovviare a tali incongruenze tutte le società di brokeraggio riconoscono agli azionisti il diritto di ricevere i dividendi se hanno acquisito i titoli azionari tre giorni prima della data di *record* (Ross et al.: 2012<sup>4</sup>). Sino a quel momento l'azione è scambiata *cum dividend*, mentre il giorno seguente, già in fase di apertura delle contrattazioni dei mercati, il titolo è scambiato *ex dividend*, ovvero non tiene più conto della titolarità sul dividendo essendo questo separato dal titolo azionario (le azioni quotano con il corso *tel quel*). La variazione nel *trading* tra questi momenti è chiaramente pari al valore della cedola distribuita. L'ultima situazione da prendere in esame è la data di pagamento: il giorno nel quale gli investitori aventi diritto ricevono la liquidità del dividendo. Anche se non vi è coincidenza temporale tra *record date* e *payment date*, e nel frattempo l'azione passa di proprietà, il diritto a ricevere la liquidazione è dell'investitore che detiene il titolo alla data di registrazione.

---

<sup>4</sup>Stephen Ross, David Hillier, Randolph Westerfield, Jeffrey Jaffe, Bradford Jordan, 2012, Finanza Aziendale, McGraw-Hill.

Figura 2.2 Ordine cronologico degli accadimenti nella procedura di erogazione dei dividendi



Quanto sopra (fig. 2.2) descrive gli atti e i momenti in cui si stabiliscono i provvedimenti dell'organo preposto (consiglio d'amministrazione e/o assemblea) in materia di deliberazione sulla distribuzione degli utili conseguiti. Nella sostanza ciò accade in tutti gli ordinamenti giuridici, anche se è possibile identificare alcune dissonanze sul piano esecutivo. Difatti, abburattando il mercato finanziario statunitense ed i mercati finanziari della zona euro è possibile distinguere una sostanziale diversità nella frequenza di distribuzione dei dividendi. Tra le società quotate nello stato nordamericano si nota un diffuso predominio a pagare dividendi su base trimestrale, mentre per quanto riguarda la situazione nel Vecchio Continente si denota la tendenza ad erogare il dividendo in un'unica soluzione annua. Invero è da porre l'accento sul fatto che, a cominciare all'incirca dai primi anni del ventunesimo secolo, si è sparsa tra le maggiori e più rilevanti società europee l'abitudine di erogare un acconto sul dividendo nei mesi che precedono la chiusura dell'esercizio; secondo alcuni studi tale sarebbe l'effetto derivante dalle pressioni esercitate dalla presenza di importanti investitori istituzionali, in particolare di stampo americano, nell'azionariato di queste società.

Con riferimento alla situazione delle aziende che sogliono fornire degli acconti occorre fare delle puntualizzazioni. Se è inconfutabile che il dividendo spetti al titolare dell'azione alla data di registrazione, potrebbe insorgere il dubbio se l'investitore in questione abbia o meno il diritto di ricevere l'intero dividendo relativo all'esercizio precedente: in questo caso al possessore sarà destinato solamente il saldo. Altro punto che può sollevare controversie consta nel fatto che, nel momento in cui l'acconto è stato percepito, gli organi competenti dell'impresa non avevano ancora approvato il bilancio e potrebbe altresì accadere che in seguito il consiglio d'amministrazione decida di non portare a termine alcun *payout* per l'esercizio appena trascorso. Sebbene la congettura appena sviluppata non può essere esclusa dalle casistiche per una sua intrinseca logicità, è al tempo stesso una eventualità talmente remota che passa in secondo piano, in ragione del fatto che le disposizioni sul pagamento degli acconti sono prese in funzione di risultati già ottenuti (relativi alla prima metà dell'esercizio) e delle previsioni per i mesi a venire che, costituendo un orizzonte di breve periodo, hanno una elevata probabilità di essere stimate correttamente.

Solo nell'ipotesi in cui il soggetto fosse titolare dell'azione anche al momento dell'elargizione dell'acconto, allora avrà ottenuto l'intero dividendo erogato per l'esercizio di riferimento.

Attraverso lo stacco di dividendi ordinari il management denota una certa sicurezza sul fatto di essere nelle condizioni di mantenere stabile tale remunerazione nel futuro; tuttavia se l'azienda non intende fornire questo tipo di impegno allora può decidere di distribuire un dividendo straordinario (senza per questo evitare quello normale). In linea generale tale erogazione, definita anche come *special distribution of dividend* o extra dividendo, dipende dal verificarsi di circostanze contingenti e quindi è dichiarata a seguito di risultati economici eccezionalmente importanti come un modo per destinare utili "anomali" direttamente agli azionisti. A titolo esemplificativo altre situazioni che possono portare a questa decisione si presentano in occasione di elevati accantonamenti posti in essere negli esercizi precedenti che hanno provocato un eccesso di cassa, o da giustificazioni strettamente di ordine strategico come la volontà di apportare modifiche alla propria struttura finanziaria per mezzo di dismissioni e conseguente vendita di *asset* aziendali, di cessione di rami

d'azienda (*split off*) o *spin off* di controllate. A fronte di ciò gli investitori comprendono che l'extra dividendo non avrà replicazione.

Questa pratica che nel passato ha trovato molto seguito soprattutto negli Stati Uniti, è andata diminuendo col passare del tempo, verosimilmente a causa della migrazione da dividendi straordinari a prassi consolidata, facendogli perdere il requisito dell'eccezionalità in favore di un inserimento nei piani di ordinaria erogazione (DeAngelo et al.: 2009<sup>5</sup>). La forma di *payout* che si propone di prenderne il posto è il *buyback*.

Fino a questo momento ad essere prese in esame sono state le azioni ordinarie, ma per una maggior chiarezza e completezza espositiva è necessario tenere a mente che sussistono altre categorie di azioni che per le loro peculiarità in parte svincolano da quanto sin qui detto. Ci si riferisce alle azioni privilegiate (o *preferred stock*) e alle azioni di risparmio. Esse beneficiano di alcune agevolazioni economico-patrimoniali rispetto alle *common stock*, su tutto un trattamento di vantaggio nel riparto degli utili, ma a fronte di ciò subiscono dei contenimenti nell'esercizio dei diritti amministrativi, in altre parole hanno delle limitazioni nel diritto di voto.

Il contenuto dei diritti patrimoniali dell'azione privilegiata è stabilito senza imposizioni esterne dalla società ed usualmente viene riconosciuto:

- un rendimento aggiuntivo ed una prelazione rispetto al dividendo fissato per le azioni ordinarie;
- che l'utile deve servire anzitutto al pagamento della cedola;
- priorità nel riparto del capitale in caso di scioglimento o fallimento della società;
- il diritto di voto è concesso solo nelle assemblee straordinarie;
- il diritto di opzione è limitato alla sola categoria di azioni possedute.

L'azione di risparmio è un titolo che offre all'investitore rilevanti diritti reddituali, ma forti restrizioni amministrative in quanto:

- non è attribuito nessun diritto di voto né nelle assemblee ordinarie né in quelle straordinarie, senza per questo far cadere la qualifica di socio;

---

<sup>5</sup> DeAngelo Harry, Linda DeAngelo, and Douglas Skinner, 2009, Corporate payout policy, Foundations and Trends in Finance.

- è permessa la partecipazione alla sola assemblea dei soci detenenti tale categoria di azioni per la loro tutela;
- il diritto di opzione è limitato alla sola categoria di azioni possedute;
- lo svantaggio di cui al punto precedente è tuttavia supplito dal diritto a ricevere un dividendo minimo annuo garantito e l'eventuale disposizione di una maggiorazione rispetto a quello delle azioni ordinarie;
- qualora l'azienda sia nell'impossibilità di ottemperare tale adempimento, poiché in un esercizio l'ammontare degli utili conseguiti potrebbe non essere sufficiente per il pagamento dei dividendi, la cedola dovuta sarà cumulata e pagata nell'esercizio seguente non appena gli utili realizzati saranno proporzionati al bisogno.

L'apprezzamento per tali titoli si evidenzia in particolare in quegli investitori che adottano una strategia di tipo cassetista, effettuando investimenti su un orizzonte temporale di medio-lungo termine, senza dimostrare un acceso interesse a logiche speculative di rivalutazione del prezzo, e che per questo hanno la sola esigenza di percepire le cedole dei dividendi erogati. La predisposizione alla sottoscrizione di titoli azionari secondo questa modalità avvicina il cassetista al sottoscrittore di titoli obbligazionari, che distribuiscono periodicamente una cedola e per questo i dividendi vengono identificati metaforicamente come cedola dagli stessi azionisti.



## 2.3 Alternative ai dividendi in contanti

### 2.3.1 Dividendi in azioni

Un sistema alternativo alla più diffusa consuetudine di erogare dividendi in contanti, è rintracciabile nel dividendo in azioni o *stock dividend*, che nel caso particolare consiste nella distribuzione pro quota di ulteriori nuove azioni di una società ai possessori di azioni ordinarie in sostituzione, o in aggiunta, ai dividendi in contanti.

Il motivo che può condurre il management alla scelta di questa inusitata forma distributiva è solitamente da ricondurre ad una situazione di insufficiente disponibilità liquida o alla volontà di abbassare il prezzo dell'azione nel tentativo di favorire il *trading* del titolo e renderlo più liquido<sup>6</sup>. Nella fattispecie è un'operazione che definisce un aumento gratuito di capitale, giacché il patrimonio netto non è alterato dall'affluire di nuovi mezzi, ma semplicemente sono utilizzate delle quote di riserve per costituire nuove azioni. La conseguenza naturale di un'operazione del genere<sup>7</sup> è la diminuzione del valore del titolo quotato, perché lo stesso capitale è ora ripartito su un numero più elevato di azioni; quindi non si crea danno o beneficio all'investitore dato che il calo del prezzo è per lui fittizio essendo proporzionalmente compensato da un aumento del numero delle azioni in suo possesso che gli garantiscono il mantenimento della stessa percentuale di proprietà precedente.

---

<sup>6</sup> Nel senso della predisposizione di un investimento a convertirsi in contanti senza perdere di valore.

<sup>7</sup> Espressa di norma in termini percentuali sulla vecchia azione: un dividendo in azioni del x% significa che saranno distribuite x azioni nuove ogni 100 possedute.

### 2.3.2 Frazionamento

Molto simile allo *stock dividend* è lo *stock split*, meglio noto come frazionamento azionario<sup>8</sup>. In sostanza è una specie di grande dividendo in azioni, attraverso cui una società può raddoppiare, triplicare, quadruplicare, o aumentare di quanto desiderato il numero di azioni in circolazione con la seguente riduzione del valore nominale delle azioni, ma lasciando inalterato il valore del capitale sociale, ragion per cui gli investitori non devono sentirsi soddisfatti oltremodo perché nel complesso il valore dei loro investimenti non varia. Questa operazione sebbene non conduca ad una maggior ricchezza rispetto alla fase precedente, per lo meno in un mercato perfetto, nella realtà comporta dei forti benefici psicologici, rendendosi conveniente nel caso in cui il prezzo delle azioni raggiungono una quotazione eccessivamente elevata, tale da ritenersi troppo dispendiosa per l'acquisizione da parte della categoria *retail* se ritenuta di rilevante importanza nella struttura del capitale sociale, poiché può essere nell'interesse della società avere un'ampia base di azionisti e continuare ad attirare investitori, e questo trova il suo senso per la ragione che maggiore è la base dell'azionariato, minori sono le probabilità che un piccolo gruppo di azionisti consegua il controllo.

Una giustificazione del fatto che il management dovrebbe adottare lo *stock split* rispetto ad altre tipologie di *dividend policy* si ravvisa nel fatto che, da un lato, ciò consente agli investitori che preferiscono entrate correnti di vendere le azioni ricevute col frazionamento, pagarvi le tasse ed intascare il denaro, creando in sostanza un dividendo fai da te, e dall'altro permette agli azionisti che desiderano che gli utili siano reinvestiti in azienda di mantenere l'ammontare addizionale ricevuto.

Ferme restando tutte le altre variabili appare evidente che entrambe le possibilità suesposte provocano un aumento del numero delle azioni ed ambedue ne riducono contestualmente il valore unitario; la differenza è quindi ravvisabile solamente da un punto di vista tecnico.

---

<sup>8</sup> Espresso come rapporto, ad esempio 2:1 significa che l'investitore che deteneva una azione, post-frazionamento ne deterrà due.

### 2.3.3 Raggruppamento

Diametralmente opposto al frazionamento è, invece, il raggruppamento azionario, altresì indicato come *reverse stock split*, un'operazione che permette alla società di ridurre il numero globale delle azioni in circolazione comportando un conseguente aumento del valore nominale di scambio delle azioni. Perciò, almeno in un mercato perfetto, le azioni detenute dagli investitori diminuiranno in quantità e contemporaneamente aumenteranno di valore, ma nel complesso la valutazione del portafoglio azionario dell'investitore non subirà alcuna variazione.

Similmente ad uno *stock split*, anche in questo caso non si provoca nessun aumento di valore per l'impresa, tuttavia da un punto di vista delle motivazioni è possibile far emergere delle differenze. Infatti, nel mondo reale, a causa delle imperfezioni dei mercati, sia per sottrarsi alla possibilità che l'azione venga scambiata sui mercati al di sotto di un prezzo minimo prestabilito come requisito, configurando il *delisting* della società, sia per ragioni di immagine combinate con la percezione del concetto di prezzo a livello psicologico per cui le società i cui titoli sono quotati al di sotto di una certa fascia di prezzo sono considerati non allettanti e meritevoli, le società quotate possono attuare i *reverse split*. Oltre a ciò una motivazione che può spingere al raggruppamento azionario scaturisce dal più recente fenomeno del *going dark*<sup>9</sup>, per svariate ragioni complementare al *delisting*. Questo processo si sostanzia nell'uscita, per lo più volontaria, dal mercato borsistico da parte di una *public company*<sup>10</sup>, con l'intenzione di non dover più essere sottoposti alle rigorose imposizioni normative e ai costi che i mercati regolamentati comportano (Leuz et al.:

---

<sup>9</sup> Particolarmente evidente nel mercato statunitense.

<sup>10</sup> Nella terminologia anglosassone *public* è in contrapposizione a *private*, che non significa pubblico, ma quotato, quindi diffuso tra il pubblico. Una società si finanzia sul mercato offrendo al pubblico risparmiatore i propri prodotti finanziari, cioè azioni e/o obbligazioni.

*Private*, allora, identifica una negoziazione privata, in cui l'impresa si pone in una negoziazione in modo diretto con l'operatore del mercato dei capitali per ottenere capitale proprio o anche per ottenere capitale di debito. Il fatto di operare *private* può derivare da una scelta, in quanto nessuno ha l'obbligo di quotarsi, o da impedimenti di tipo tecnico, perché non rispettanti determinati vincoli.

2008<sup>11</sup>). La scelta tra finanziamenti *public* e *private* è una decisione aziendale fondamentale, per cui le società devono soppesare minuziosamente fattori quali l'accesso meno costoso al capitale ed una maggiore liquidità delle azioni da un versante, contro i costi diretti e indiretti di negoziazione *public* ed una maggiore *disclosure* dall'altro. Questi compromessi giocano un ruolo chiave non solo nella decisione binaria tra l'essere una società quotata o meno, ma anche lungo uno spettro di scelte che riflettono diversi gradi di liquidità e di divulgazione delle informazioni con impatti diversi sulla tutela degli investitori.

Per chiarezza espositiva è doveroso segnalare che un'ultima configurazione di *payout policy* che può essere adottata, sebbene sia molto desueta nella pratica in particolar modo delle aziende quotate in mercati regolamentati, è rappresentata dalla distribuzione di dividendi sotto forma di prodotti aziendali.

## **2.4 Buyback**

La distribuzione di dividendi e l'apprezzamento dei titoli rappresentano vie alternative cui una società può fare affidamento per remunerare la propria compagine azionaria. Ciò nonostante esiste un'altra strada, meno eclatante, ma che è sempre più frequentemente percorsa, e trova il gradimento in particolare degli azionisti *retail*: il riacquisto di azioni proprie, anche noto come *stock/share repurchase* o *buyback*.

Per mezzo di questa procedura un'azienda riacquista da altri azionisti una parte delle azioni che essa stessa aveva precedentemente collocato sul mercato, con l'intento di ridurre il numero complessivo, ed è quindi interpretabile come la volontà della società di ridurre il flottante sul mercato. Allo stesso tempo è impiegato come forma di *payout*, poiché permette di distribuire ricchezza agli azionisti che mantengono le proprie quote: il valore di mercato

---

<sup>11</sup> Leuz Christian, Alexander Triantis, and Tracy Yue Wang, "Why do firm go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations", 2008, Journal of Accounting and Economics.

non cambia, ma diminuisce l'ammontare di titoli in cui tale valore è ripartito, cosicché ogni azione conferisce il diritto al possesso di una quota maggiore della società e con essa il diritto a vedersi corrispondere una quota più ampia di profitto.

Una volta ricevuto il parere favorevole dall'assemblea, tecnicamente il programma di riacquisto può essere realizzato seguendo e perseguendo diverse possibilità. In prima battuta mettendo in atto un'offerta pubblica d'acquisto (*tender offer*) con cui la società, rivolgendosi indistintamente e direttamente alla totalità dei propri azionisti, si obbliga nell'acquisizione di un certo quantitativo predeterminato di titoli ad un prezzo prefissato ed entro uno specifico intervallo temporale. In questo modo l'impresa si espone pubblicamente, palesando la sua iniziativa ai mercati e a tutti gli operatori.

La seconda facoltà di scelta fa riferimento all'acquisizione nel mercato aperto (*open market repurchase*); è un'alternativa che vede la società agire alla stregua di un qualsiasi singolo investitore nel mercato, cioè cercando di acquisire le quote desiderate sul mercato al prezzo da questo creato, e conseguentemente subendone le dinamiche della domanda e dell'offerta. Contrariamente alla *tender offer* l'impresa ha il vantaggio di non dichiararsi e di poter agire nell'anonimato; tuttavia nel momento in cui dovesse emergere la notizia che la società sta compiendo un'operazione di rastrellamento, il mercato è solito percepirla come una situazione positiva che si evidenzia dalla tendenza all'incremento del prezzo dei titoli, rendendo così economicamente molto sfavorevole tale operazione. Questo il motivo per cui è una prassi poco diffusa.

Una terza alternativa prevede un riacquisto mirato o *targeted repurchase*, e si verifica quando un'impresa acquista un blocco delle proprie azioni ordinarie da un singolo azionista o da un gruppo circoscritto di azionisti. Il riacquisto avviene spesso a premio sul prezzo di mercato, e l'offerta di riacquisto è limitata al singolo o al gruppo mirato. Questa tecnica è spesso utilizzata per scongiurare un tentativo di scalata ostile o un'azione *greenmail*<sup>12</sup>, in cui

---

<sup>12</sup>*Greenmail* o *greenmailing* è la pratica con cui un'azienda acquista una quantità di azioni di un'altra società, sufficienti a far prospettare una minaccia sul tentativo di una possibile futura acquisizione, costringendo l'azienda di destinazione ad acquistare tali proprie azioni ad un prezzo maggiorato rispetto a quello di mercato per sospendere la scalata, reale o fittizia che sia. In cambio, l'offerente si impegna ad abbandonare il tentativo di acquisizione e può firmare un accordo di riservatezza garantendo di non riprendere la manovra per un periodo di tempo.

l'impresa oggetto di *takeover* riacquista proprie azioni da un offerente scomodo di solito ad un prezzo ben al di sopra del valore di mercato.

In condizione di perfezione dei mercati non dovrebbero manifestarsi differenze per un investitore tra una remunerazione in termini di più elevati dividendi o di apprezzamento delle azioni (teoria dell'irrelevanza dei dividendi), ma nella realtà sussiste una differenza basilare sotto il profilo fiscale dato che in molti ordinamenti giuridici dividendi e *capital gain* sono tassati in modo diverso, causando nei risparmiatori la preferenza per una forma o l'altra di remunerazione. Oltretutto il *buyback* è interpretato come un segnale che esprime un comprovato consenso sull'evoluzione delle dinamiche societarie, poiché può sottendere che il management, avendo a disposizione un eccesso di liquidità ed una visione dall'interno, consideri il riacquisto come la miglior possibilità tra gli investimenti a disposizione, in particolar modo quando la quotazione del titolo è percepita come *underpriced*.

La crescita degli *stock repurchase* che si è manifestata negli ultimi tre decenni avvenuta in parallelo a quella delle remunerazioni tramite *stock option*. È stato osservato, infatti, che è più probabile che una società annunci un riacquisto quando si verifica una crescita della quota di *stock option* esercitabili dai manager sul totale della capitalizzazione, mentre per le opzioni non esercitabili non vi è correlazione con la probabilità di *buyback*.

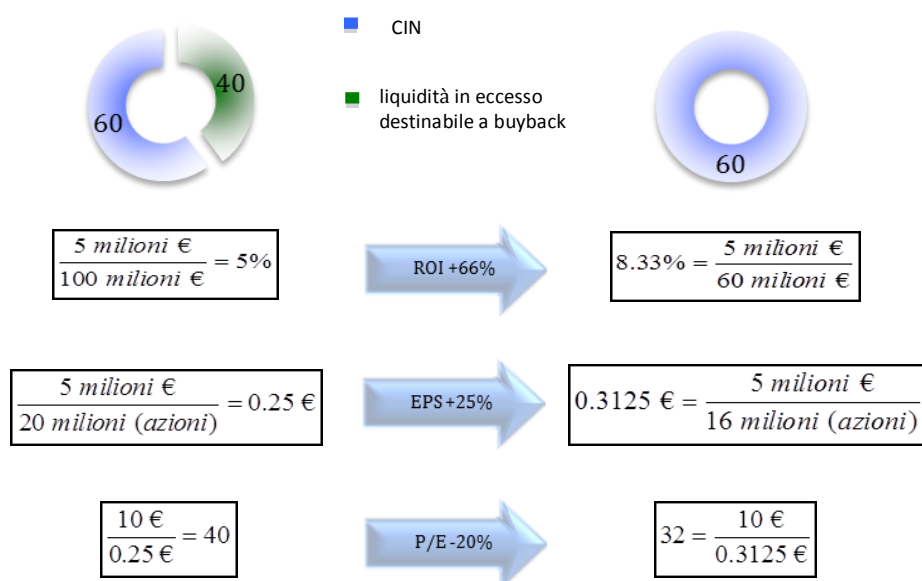
Prescindendo da quanto sopra, questa tecnica è importante anche per un'altra ragione: permette il miglioramento dei rapporti finanziari, i cosiddetti *ratio*, che sono metriche su cui i mercati sembrano focalizzare molto la loro attenzione per prendere decisioni ed eseguire valutazioni. L'acquisto di azioni proprie riduce il numero di azioni in circolazione per cui gli utili vengono ripartiti su un numero inferiore di investitori, con conseguente aumento degli EPS, un miglioramento del ROE, del ROI (o ROA, in quanto rappresenta un indicatore volto a fornire una misura di rendimento delle risorse investite in impresa) e  $P/E^{13}$  che risultano essere i multipli di mercato più impiegati nella valutazione

---

<sup>13</sup> EPS: *earnings per share*, sono gli utili per azione, ed è una misura dell'utile netto (oltre che delle imposizioni fiscali anche dei dividendi corrisposti ai possessori di azioni privilegiate) disponibile per gli azionisti ordinari.  
ROE: *return on equity*, è la redditività del patrimonio netto, cioè il rendimento ottenuto dai soggetti portatori di capitale di rischio; è espressione del rapporto tra utile netto d'imposta e patrimonio netto.

delle società e quindi nella decisione se investire o meno. L'esempio seguente definisce meglio i concetti. Supponiamo che in un certo istante una società sia finanziata interamente da mezzi propri (non contempla il ricorso all'indebitamento) per un totale di 20 milioni di azioni sul mercato che sottendono una situazione patrimoniale di 100 milioni, di cui il 60% è il valore degli asset produttivi che concorrono alla formazione dell'utile di esercizio, ipotizzato stabile a 5 milioni, ed una eccedenza straordinaria di liquidità di 40 milioni. Stante queste premesse, qualora la società non utilizzasse in alcun modo il surplus finanziario che si è creato (né per una distribuzione straordinaria di dividendi né per effettuare investimenti aggiuntivi) designerebbe i risultati che si evidenziano nella parte sinistra dello schema sottostante (fig. 2.3).

Figura 2.3 Schema dell'effetto del buyback



ROI: *return on investments*, è una misura della redditività operativa, ed è espressione del rapporto tra il risultato della gestione caratteristica e il capitale investito  
 ROA: *return on assets*, esprime il rendimento di tutte le risorse impiegate nell'impresa.  
 P/E: *price/earnings*, è il rapporto tra la quotazione di mercato dell'azione e gli utili per azione. Indica quante volte il prezzo dell'azione incorpora gli utili attesi: maggiore è il rapporto migliori sono le aspettative sulle performance di crescita futura della società, il mercato è disposto a pagare molto per quell'ammontare di utili che crede cresceranno. Nel caso di utili stabili (azienda in fase di maturità) il rapporto in questione fornisce un'ulteriore chiave di lettura, definendo il numero di anni che un investitore deve attendere per riuscire a riscattare il capitale investito.

Il management, invece, potrebbe optare per un riacquisto di azioni sovvenzionato dall'eccedenza di cassa. In questo caso offrendo 10 euro ad azione (e congetturando che l'operazione non provochi nessun'altra conseguenza sulla quotazione del titolo, anche se in base a quanto precedentemente espresso sappiamo non essere così) riuscirebbe ad acquisire e ad annullare 4 milioni di azioni, riducendo il flottante a 16 milioni di titoli<sup>14</sup>. Gli utili che si attendono per il futuro sono sempre gli stessi, perché se da un lato è indubbio che il patrimonio sia diminuito, è altresì vero che non è stato compromesso il capitale investito netto al lavoro, il vero artefice della produzione del risultato economico, ma solo la cassa. Osservando la parte destra dello schema si notano gli effetti positivi che ha comportato l'operazione di *buyback*.

Concludendo si può asserire che un'azienda, adottando una politica di dividendi straordinaria quale il *buyback*, invia al mercato un segnale di fiducia, in quanto indica un implicito apprezzamento dell'investimento nei titoli della stessa società. Poiché una compagnia non può essere "azionista di sé stessa", i titoli riacquistati saranno assorbiti, e con la loro successiva cancellazione si provoca un incremento nel valore delle azioni, giacché essendocene meno sul mercato, ogni titolo conferisce il diritto al possesso di una quota maggiore dell'azienda e con esso il diritto ad una fetta maggiore di profitto. Un successivo aspetto da tenere in considerazione è a quali condizioni sarà portato a termine il riacquisto, in quanto il risultato varierà se l'azienda lo conseguirà a multipli bassi rispetto a multipli alti. Nel primo caso la società potrebbe usufruire di prezzi che sottostimano il reale valore dell'azienda (rispetto al prezzo obiettivo) e riuscire ad acquisire un numero maggiore di titoli sul mercato; nel secondo caso invece, si verifica una situazione diametralmente opposta, ossia se le azioni sono scambiate ad un prezzo che sovrastima il valore, il management riuscirà ad acquisire un numero inferiore di azioni. Inoltre, un altro segnale molto positivo deriva dal fatto che gli amministratori, che hanno una visione dall'interno dell'andamento dell'impresa, ritengono sottovalutate le azioni sul mercato (probabilmente a causa di migliori informazioni sul fatto che saranno intrapresi

---

14

$$\frac{\text{eccesso di cassa}}{\text{prezzo ad azione}} = \frac{40\text{milioni}}{10} = 4\text{milioni di azioni}$$

$$20\text{milioni di azioni} - 4\text{milioni di azioni} = 16\text{milioni di azioni}$$



progetti di valore che il mercato ancora non sa). Quindi nel momento in cui dovesse esserci l'annuncio del programma di riacquisto delle azioni, questo potrebbe avere un effetto di volano sulla quotazione del titolo e provocare un contestuale miglioramento degli indici, dato che i profitti vengono divisi fra un numero inferiore di investitori (come dimostrato crescono l'EPS, il ROE – senza necessità di ottenere utili addizionali, il ROI).

Come si può notare i titoli azionari di una società rappresentano un sistema dinamico, in cui il numero complessivo può subire variazioni nel tempo. Alcune aziende possono dar libero corso alla diluizione, mentre altre potrebbero decidere diversamente e ridurre la quantità di azioni nel mercato per aumentare i rendimenti complessivi della compagine azionaria.

Si definiscono allora due lati della stessa medaglia. In determinati contesti permettere che il numero di azioni aumenti è una buona cosa e conduce ad una più grande e migliore realtà aziendale, poiché il management utilizza il capitale raccolto attraverso la vendita di *equity* per effettuare investimenti che concorrano alla creazione di ulteriore valore. Dal lato opposto, eccessive remunerazioni alla dirigenza sono in contraddizione con i migliori interessi per gli azionisti; inoltre se la compagine sociale è molto frammentata e il capitale è investito in modo scarsamente profittevole, le divergenze si acuiscono ulteriormente. Tuttavia ridurre le azioni in un momento sbagliato, andando per esempio a pagare prezzi elevati per portare a termine il riacquisto delle proprie azioni, può altresì causare danni agli investitori dimostrando di non utilizzare il capitale a disposizione in modo efficace ed efficiente.

## Capitolo III

### Le teorie sulle *dividend policy*

#### 3.1 Introduzione

L'emergere dell'importanza della *corporate dividend policy* per gli investitori è stata in qualche modo guidata dall'evolvere dello stato dei mercati finanziari. Investire in azioni è stato visto, almeno nelle primissime fasi di sviluppo dei mercati regolamentati, come un'analogia dell'investire in *bond*, denotando così la rilevanza della regolarità nei pagamenti. Oltretutto, in assenza di un regolare ed accurato *reporting* aziendale i dividendi erano solitamente preferiti rispetto al reinvestimento degli utili, finanche essere considerati come dei migliori indicatori delle performance aziendali nei confronti addirittura ai dati pubblicati. Tuttavia, con lo svilupparsi dei mercati finanziari ed il loro diventare via via più efficienti, una certa parte degli studi empirici ha ipotizzato che la politica dei dividendi sarebbe divenuta sempre più irrilevante per gli investitori<sup>15</sup>.

Il perché la *dividend policy* rimanga, invece, ancora un elemento di cruciale importanza è un aspetto dibattuto che si evidenzia in letteratura per mezzo di diverse teorie. Alcune di queste enfatizzano che l'aumento dei dividendi distribuiti provochi un miglioramento del valore dell'impresa, altre, invece, affermano che ciò ne comporta una diminuzione, ed altre ancora sostengono che i dividendi sono irrilevanti e tutti gli sforzi per decidere di essi in

---

<sup>15</sup> Baker, H. Kent, 2009, *Dividends and Dividend Policy* (Ed.), Kolb Series in Finance, Wiley.

merito alla loro distribuzione sono sprecati. Questi differenti punti di vista appena enucleati sono imperniati in tre principali filoni teorici della *dividend policy*, rispettivamente: la *bird in the hand policy* per il concetto di rilevanza dei dividendi nella creazione di valore che trova supporto nei modelli di Lintner, Gordon e Walter; la nozione della fiscalità come deterrente ad elevate elargizioni agli azionisti, considerando che solo limitati dividendi conducono ad una più vantaggiosa valorizzazione; e l'irrelevanza della politica adottata che trova ragion d'essere nei postulati di Modigliani e Miller. Molti altri approcci, che sostengono il contenuto informativo dei dividendi, tra i quali l'effetto clientela identificabile nella propensione di ciascun agente azionario ad investire in compagini societarie con politiche dei dividendi concordi alle sue personali esigenze, la *catering theory* secondo cui la propensione del pagare dividendi è guidata dalla domanda degli investitori, per cui il management asseconderà tale pressione se i titoli sono scambiati a premio ed ostacolerà il processo nel caso opposto, il costo di agenzia che impatta sul binomio tra *governance* e diritti di proprietà, ed infine la più recente teoria della finanza comportamentale che abbracciando studi di psicologia ed economia si propone come un'utile intersezione nel tentativo di interpretare i fenomeni reali in un'ottica lontana da quella neoclassica della perfezione e razionalità, aumentano e completano la complessità del cosiddetto *dividend puzzle*.

La gran parte di queste teorie non sono mutuamente esclusive, nel senso che l'accettazione dell'una non comporta automaticamente il disconoscimento delle altre, cosicché l'architettura di fondo che emerge prevede che esse possano coesistere, essendo basate su assunti di partenza tra loro eterogenei e, anzi, fornire al tempo stesso una visione più ampia e chiarificatrice delle scelte che sono intraprese dai vari soggetti che operano nei mercati. Per essere in grado di apprezzare in modo corretto e completo le differenti prassi inerenti alle dinamiche sulle distribuzioni degli utili aziendali allora è bene tenere a mente che i vari studi e teorie non si presentano mai come dogmi a sé stanti, ma sviluppano tra loro delle interconnessioni, affinché dall'osservare un problema da prospettive differenti si riesca a giungere alla comprensione migliore del processo globale.

### 3.2 Teorie sull'irrelevanza dei dividendi

I principali esponenti di questa scuola sono Franco Modigliani e Merton Miller, la cui protasi si incardina sull'assunto che per gli investitori il pagamento dei dividendi è un aspetto irrilevante.

Dato l'assunto che in un mercato dei capitali perfetto la politica dei dividendi non riverbera alcun effetto né sul prezzo delle azioni né sul costo del capitale, la ricchezza degli azionisti non subisce l'impatto della politica distributiva adottata, conseguentemente essi dovrebbero essere indifferenti tra l'ottenere dividendi o guadagni in conto capitale. La ragione di tale indifferenza è ravvisabile nel fatto che la ricchezza degli azionisti è influenzata dai risultati ottenuti dall'impresa attraverso le sue politiche di investimento e non da come ripartisce il reddito conseguito. Per questo motivo i due autori avallano il concetto che il valore di un'azienda è determinato dalla sua intrinseca abilità nel conseguire profitti unitamente alle decisioni di impiego dei capitali, il che può essere reinterpretabile nel fatto che gli investitori calcolano il valore della società sulla base della capitalizzazione dei futuri guadagni, e ciò non è condizionato dal fatto che siano pagati dividendi o meno e da come le imprese impostano tali politiche. Modigliani e Miller si spingono oltre, suggerendo che tutte le *dividend policy* sono eguali per un azionista, dal momento che egli ha la facoltà di poter creare da sé i dividendi, regolando il proprio portafoglio in modo che collimi con le proprie preferenze. In questo modo gli è sempre possibile vendere una parte delle azioni qualora dovesse avvertire la necessità di disporre di un maggior quantitativo di liquidità. Di conseguenza, due imprese che operano nello stesso segmento di mercato e con eguali dimensioni dovrebbero avere lo stesso valore, anche se l'una dovesse erogare dividendi e l'altra no. L'approccio di questi due autori, unitamente alla cosiddetta *residual theory of dividend* secondo cui i manager dispongono l'erogazione di dividendi solamente se residua del *free cash flow* che non può essere impiegato in ulteriori investimenti redditizi, rappresentano i più importanti assunti a supporto del concetto di irrilevanza dei dividendi.

### 3.2.1 L'irrelevanza della politica dei dividendi

Con la pubblicazione del loro lavoro all'inizio degli anni sessanta Modigliani e Miller<sup>16</sup> scossero il modo della finanza. Essi proposero un nuovo modo di concepire i dividendi nel tentativo di determinare il futuro valore dell'impresa, dimostrando che sotto alcune ipotesi la politica adottata dalle imprese riguardante i *payout* sarebbe stata irrilevante. Dato che in un mercato dei capitali perfetto la *dividend policy* non ha alcun effetto né sul prezzo delle azioni né sul costo del capitale dell'azienda, gli azionisti dovrebbero essere indifferenti tra dividendi e *capital gain*, ciò in ragione del fatto che la ricchezza dell'azionariato risente dei guadagni generati dall'impresa sulla base delle sue capacità di produrre redditi e sulle decisioni di investimento e non invece su come decide di distribuire gli utili. Questo significa che il valore delle società viene calcolato in base alla capitalizzazione dei guadagni futuri, e di conseguenza non vi è nessuna rilevanza del fatto che si distribuiscano o meno dividendi e come.

Come logica conseguenza degli enunciati della finanza neoclassica sulla perfetta concorrenza dei mercati, Modigliani e Miller<sup>17</sup> basano il loro lavoro sui presupposti ideali di una completa razionalità da parte degli investitori e sulla presenza di un mercato dei capitali perfetto, che significa assumere che:

- 1) non vi sia nessuna differenza nella tassazione tra dividendi e *capital gain*;
- 2) i costi di transazione nel *trading* di titoli siano assenti;
- 3) tutti gli operatori nel mercato abbiano la possibilità di aver libero ed uguale accesso alle informazioni (si sostanzia così un concetto di simmetria informativa);
- 4) non sussistano problemi di conflitto d'interesse tra management ed azionariato;
- 5) tutti gli operatori del mercato siano soggetti *price taker*.

---

<sup>16</sup> Miller, Merton H., and Franco Modigliani. "Dividend policy, growth, and the valuation of shares." *the Journal of Business* 34.4 (1961): 411-433.

<sup>17</sup> Nel seguito identificati anche dalle diciture M&M e MM.

Per comprendere il risultato di irrilevanza cui giungono MM, è necessario prendere in considerazione il modello di attualizzazione dei dividendi (*dividend discounted model*), il quale definisce che il prezzo delle azioni è espresso come funzione dei futuri dividendi (che sono una buona approssimazione degli utili) e del tasso di rendimento richiesto sul titolo. Il valore di un'azione al tempo zero è pari al valore in quel momento di tutti i dividendi futuri scontati ad un tasso appropriato; ciò può essere espresso dalla seguente relazione

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_t)^t} \quad (3.1)$$

in cui  $P_0$  è il prezzo attuale dell'azione,  $t$  è il periodo in cui viene staccato il dividendo,  $D_t$  è l'ammontare di dividendo erogato al tempo  $t$ , e  $r_t$  è il tasso di remunerazione richiesto per il periodo. Questo modello pone in evidenza che i futuri dividendi ( $D_t$ ) sono l'elemento primario nel determinare il valore corrente dell'azione ( $P_0$ ). Il prezzo del titolo è poi l'aspetto critico nella determinazione del valore dell'impresa ( $V_0$ ); conseguentemente, in condizioni di *ceteris paribus*, maggiori dividendi ne aumentano il valore.

In un mercato dei capitali perfetto il rendimento richiesto sull'*equity* ( $r$ ) è pari ai dividendi più l'eventuale *capital gain*; assumendo per semplicità un arco temporale limitato ad un periodo, può essere così espresso

$$r = \frac{D_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \quad (3.2)$$

in cui  $P_0$  e  $P_1$  sono rispettivamente il prezzo di mercato dell'azione al tempo zero e quello al termine del primo periodo, e  $D_1$  il dividendo assegnato al termine del periodo di riferimento. Riordinando tale espressione ed esplicitando per la variabile  $P_0$  si ottiene il che il prezzo attuale dell'azione può essere espresso come

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1+r} \quad (3.3)$$

Se consideriamo il numero di azioni in circolazione al tempo zero pari ad  $n$ , il valore dell'azienda è

$$V_0 = nP_0 = n \left( \frac{D_1 + P_1}{1+r} \right) \quad (3.4)$$

Per illustrare l'indipendenza del valore dell'impresa dalle *dividend policy* attuate si possono considerare le modalità di impiego e di fonte delle risorse finanziarie. Ricordando che il valore di mercato di una società non è vincolato alla sua struttura finanziaria<sup>18</sup>, il finanziamento tramite debito è escluso dall'analisi. Da un lato, le fonti (che rappresentano i flussi-entrata) permettono l'incremento di risorse finanziarie che può scaturire dal *cash flow* operativo ( $CF_1$ ) e/o dall'aumento di nuovi finanziamenti tramite *equity* ( $mP_1$ ,  $m$  è il numero delle azioni di nuova emissione al tempo 1). Dall'altro lato i fabbisogni (flussi-uscita) possono essere sintetizzati nel pagamento dei dividendi ( $nD_1$ ) e negli impieghi ( $I_1$ ) effettuati in  $t_1$ .

Dato che per essere in equilibrio i *cash inflows* devono equiparare i *cash outflows*

$$CF_1 + mP_1 = nD_1 + I_1 \quad (3.5)$$

---

<sup>18</sup> Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48.

da cui, esplicitando per  $D_1$  e sostituendo nell'equazione (3.4) si ottiene che il valore dell'impresa è espresso dalla seguente relazione

$$V_0 = \frac{CF_1 + mP_1 - I_1 + nP_1}{1+r} = \frac{CF_1 - I_1 + (n+m)P_1}{1+r} \quad (3.6)$$

e dato che il valore dell'impresa in un certo istante è pari al numero delle azioni in circolazione per il loro valore corrente, al tempo uno

$$(n+m)P_1 = V_1 \quad (3.7)$$

introducendo questa considerazione nell'equazione (3.6) risulta

$$V_0 = \frac{CF_1 - I_1 + V_1}{1+r} \quad (3.8)$$

Dato che i dividendi non compaiono nell'ultima equazione, e che le altre variabili presenti non sono espresse in funzione di questi, il valore della società non è allora influenzato dalla *dividend policy* del momento.

Quanto espresso indica che la politica di investimento delle imprese è il fulcro per la determinazione del valore, anche a causa del fatto che i *cash flow* operativi dipendono dagli investimenti effettuati; impiegare risorse in progetti che comportino un *Net Present Value* positivo significa aumentare i flussi di cassa operativi, l'unico modo per incrementare il valore d'impresa. Quando la politica di investimenti di un'azienda è conosciuta, il suo modello di fare industria è noto, agli azionisti in essere e a quelli potenziali per decidere della loro posizione è necessario solamente avere informazioni in tale senso. La politica di *payout* non assume, di conseguenza, nessun rilievo particolare.



Il teorema di M&M sostiene inoltre che l'azionariato può creare il proprio *cash inflow* dalle azioni che detiene, a seconda della necessità più o meno elevata di ottenere della liquidità, indipendentemente dal fatto che i titoli paghino o meno dividendi. Se l'azionista di una azienda che eroga dividendi al momento dello stacco non ha il bisogno di riceverlo, egli può decidere di reinvestire la liquidità ricevuta in altri titoli. Al contrario se l'azionista è in possesso di azioni di una compagine societaria che non eroga dividendi (o pochi) e ha l'esigenza di aver a disposizione un ammontare più elevato, può vendere parte del suo *stock* di titoli per soddisfare il proprio bisogno di cassa.

La fondatezza del lavoro di MM è però altamente legata ad alcune assunzioni critiche, quali l'assenza di tassazione e la mancanza di costi di transizione che, sfortunatamente, non trovano evidenza nel mondo reale, ma costituiscono le basi di un mercato dei capitali perfetto, cui quello odierno è ben lungi dall'essere. Questo può quindi essere considerato come un modello aprioristico di come dovrebbe funzionare un mercato se rasentasse la perfezione. Se da un lato ci sono stati studi che hanno cercato di sostenere la tesi qui esposta<sup>19</sup>, altre ricerche ne hanno invece messo in discussione le conclusioni evidenziando il fatto che discostandosi da una (o più) ipotesi di M&M il problema della *dividend policy* si complica, cosicché l'introduzione di alcuni aspetti di imperfezione va a modificare la visione di irrilevanza.

I presupposti su cui si basa la teoria dell'irrilevanza sembrano così poco realistici che molti rifiutano tale concezione senza nemmeno testarla, anche se da essa scaturisce l'idea implicita che una società che ha compiuto investimenti in progetti improduttivi non ha possibilità di liberare la propria immagine dalla vessazione di un inefficiente operato colla semplice distribuzione agli azionisti di dividendi più elevati. Invece, un'azienda che investe in modo adeguato e profittevole gli eccessi di liquidità sarà perdonata dal proprio azionariato se non elargisce il *cash flow* ipoteticamente adoperabile sotto forma di dividendi.

---

<sup>19</sup> Ne sono un esempio: Miller, Merton H., and Myron S. Scholes, 1982, Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence, *Journal of Political Economy* 90; Hess, Patrick J., ed., 1981. *The Dividend Debate: 20 Years of Discussion*, In "The Revolution in Corporate Finance", 1992 (Blackwell Publishers, Cambridge, Massachusetts); Bernstein, P.L., 1996, Dividends: The Puzzle, *Journal of Applied Corporate Finance* 9.

In linea con l'ipotesi dell'irrelevanza dei dividendi, Black e Scholes (1974)<sup>20</sup> hanno esaminato la relazione tra *dividend yield* e rendimenti azionari al fine di identificare l'effetto della politica dei dividendi sul prezzo dei titoli azionari. Nel loro saggio<sup>21</sup> dimostrano che le politiche di *payout* condotte dalle aziende, sia per quanto riguarda quelle che forniscono un alto rendimento sia per quelle che manifestano rese inferiori, sembrano non avere un impatto determinante sull'andamento del prezzo azionario, e basandosi su tali evidenze indicano di ignorare il fattore dividendo nella realizzazione di un portafoglio. Le conclusioni cui giungono Black e Scholes rappresentano un importante contributo empirico a quanto teorizzato da M&M. Altri studi empirici che hanno sostenuto tale tesi sono riconducibili a Bernstein<sup>22</sup> il quale asserisce che i *dividend yield* non hanno un preciso significato come strumento predittivo dell'andamento delle azioni nel mercato, e ancora a Black<sup>23</sup>.

Altre analisi si sono però schierate contro, fornendo anche delle evidenze empiriche che contrastano e non validano quanto asseverato nel concetto di irrilevanza; tra essi si possono ricordare le teorie di Lintner, Gordon, Walter, passando per i più recenti DeAngelo and DeAngelo (2006)<sup>24</sup> e Handly (2008)<sup>25</sup> che hanno revisionato e criticato l'applicabilità della teoria di MM riconoscendo situazioni in cui le ipotesi su cui si fonda non possono essere mantenute, e molte ricerche empiriche<sup>26</sup> che confermano come il management reputi la *dividend policy* come un fattore determinante nella valorizzazione dell'impresa.

---

<sup>20</sup> Black, Fischer, and Myron Scholes. "The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns." *Journal of Financial Economics* 1.1 (1974): 1-22.

<sup>21</sup> È bene sottolineare che le premesse fondanti lo studio non ricalcano esattamente quelle di Modigliani e Miller, dato che considerano l'effetto della tassazione.

<sup>22</sup> Bernstein, P.L., 1996, Dividends: The Puzzle, *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 16-22.

<sup>23</sup> Black, Fischer. 1990. Why firms pay dividends. *Financial Analysts Journal*

<sup>24</sup> DeAngelo H., and L. DeAngelo, 2006, The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem, *Journal of Financial Economics*.

<sup>25</sup> Rispettivamente: DeAngelo, H. and L. DeAngelo (2006), 'The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem', *Journal of Financial Economics*; Handly, J. (2008), 'Dividend Policy: Reconciling DD with MM', *Journal of Financial Economics*.

<sup>26</sup> Rees, 1997; Fama and French (1998), Baker and Powell (1999), Giner and Rees, 1999; Akbar and Stark 2003; and Hand and Landsman, 2005.

### 3.2.2 La *residual theory*

Secondo MM, le imprese dovrebbero distribuire come dividendi tutto il *cash flow* che permane in azienda una volta che essa ha trattenuto la quantità di risorse finanziarie sufficientemente elevata per attuare progetti redditizi, dal NPV positivo; l'ammontare di *payout* è semplicemente una parte residuale delle decisioni di investimento predisposte dal management aziendale. L'idea di questa teoria è che l'erogazione di dividendi non è utile come *proxy* da utilizzare per la determinazione del futuro valore di mercato dell'impresa, piuttosto asservisce ad indice sulla capacità di ottimizzare l'efficienza delle risorse aziendali. Difatti la *residual theory* richiede che i manager siano in grado di ipotizzare in modo quanto più preciso possibile le previsioni sui flussi di cassa e sulle opportunità future di investimento. Per questo motivo le aziende non dovrebbero mai astenersi dall'effettuare investimenti in progetti convenienti in favore del pagamento di dividendi. Ciò che ne scaturisce è che la decisione sui dividendi diviene probabilmente complementare alla decisione sugli investimenti, pertanto la società tenderà a dirigere i propri fondi disponibili in investimenti in conto capitale che dovrebbero permettere l'espansione o per lo meno il miglioramento della capacità produttiva (la cosiddetta *capital expenditure*), e distribuire i fondi residuali come dividendi.

Gli investitori che aderiscono a questa teoria non denotano importanza se le imprese distribuiscono o meno dividendi; ciò a cui, invece, prestano attenzione è la prospettiva di più elevati *cash flow* in futuro che potrebbero portare ad una rivalutazione delle loro azioni e/o maggiori *dividend payout*.

Un aspetto negativo del perseguire una politica che si rifaccia a tale logica è che si può verificare una elevata instabilità sui dividendi, in quanto questi sono messi in relazione con le necessità di investimento della società. Come evidenziato da Smith (2009)<sup>27</sup> in uno studio, gli investitori avvertono una politica del genere come inaffidabile a causa dell'ampia variabilità che i dividendi possono attraversare, ragion per cui le imprese quasi mai seguono

---

<sup>27</sup> Smith, David M., and H. Kent Baker. "Residual dividend policy." *Dividends and Dividend Policy* (2009): 115-126.

una pedissequa *residual dividend policy* (in particolare nel breve periodo), ma favoriscono una *payout policy* lineare sui dividendi.

Tra i principali studi che prendono in considerazione questa teoria si ricordano Lumby and Jones (1981)<sup>28</sup>, e più di recente Watson and Head (2004)<sup>29</sup> e Arnold (2008)<sup>30</sup>; per converso, nella sua ricerca empirica, Partington (1985)<sup>31</sup> ha verificato la relazione tra dividendi, investimenti e decisioni finanziarie su un vasto campione di aziende australiane, giungendo alla conclusione che i manager intervistati non seguivano una *residual dividend policy*.

### 3.3 Teorie sulla rilevanza dei dividendi

Nel caso in cui la scelta della politica dei dividendi di una società influisca sul suo valore, allora è da considerarsi rilevante. In una situazione del genere il *dividend payout ratio* è seguito da un cambiamento nel valore di mercato dell'azienda.

I sostenitori di questa scuola di pensiero sostengono che l'asserzione dell'irrelevanza pone le fondamenta su delle assunzioni irrealistiche nella realizzazione delle rispettive teorie, argomentando che se queste ipotesi fossero mitigate per adattarle maggiormente agli aspetti del modo reale, le teorie sull'irrelevanza dei dividendi non avrebbero seguito.

---

<sup>28</sup> Lumby S., and Jones C., 1981, *Investment Appraisal & Financial Decision*, London: Chapman and Hall.

<sup>29</sup> Watson D., and Head A., 2004, *Corporate Finance: Principles and Practise*. 3rd Edition, Essex: Pearson Education Ltd.

<sup>30</sup> Nell'ordine: Lumby, S., and Jones, C (1981), *Investment Appraisal & Financial Decision*, London: Chapman and Hall; Watson, D. & Head, A. (2004). *Corporate Finance: Principles & Practice*. 3rd Edition. Essex: Pearson Education Ltd; Arnold, G. (2008) *Corporate financial management*. 4th edn. Harlow: Pearson Financial Times.

<sup>31</sup> Partington, Graham H. "Dividend policy and its relationship to investment and financing policies: empirical evidence." *Journal of Business Finance & Accounting* 12.4 (1985): 531-542.

Le principali dissertazioni fanno riferimento al fatto che nella realtà, le elargizioni periodiche di dividendi hanno un impatto positivo sullo *stock price* di un'impresa, sul suo valore di mercato WACC<sup>32</sup>. I principali modelli che supportano questo paradigma fanno riferimento a Gordon, Lintner e Walter<sup>33</sup>. Altre teorie a sostegno sono rinvenibili nella *signalling theory*, *client effect theory*, *agency theory*, *catering theory*, trattate nel dettaglio in seguito.

### 3.3.1 *Bird in the hand hypothesis*

Questo principio, esprimibile in italiano col concetto “meglio un uovo oggi che una gallina domani” è una visione alternativa dell'effetto delle *dividend policy* sul valore di un'impresa. In un mondo in cui è presente asimmetria informativa, i dividendi sono valutati in modo difforme dagli investitori. Si suppone che gli investitori preferiscono la certezza di ricevere pagamenti di dividendi (*bird in the hand*, un uovo oggi) rispetto alla possibilità (e quindi non sicurezza) di ottenere in futuro più elevate plusvalenze in conto capitale (*two in the bush*, una gallina domani) a causa dell'incertezza gravante su questi ultimi. In condizioni di *ceteris paribus* un aumento dei dividendi potrebbe essere associato con un incremento del valore aziendale, in quanto una più elevata elargizione ridurrebbe l'incertezza sui futuri *cash flow* e un maggior *payout ratio* ridurrebbe il costo del capitale.

Il supporto empirico alla teoria qui esaminata è invero non troppo esteso. In questo senso tra più citati studi a supporto di ciò vi sono i postulati, cui sono giunti in modo indipendente, di Myron Gordon (1963) e John Lintner (1962)<sup>34</sup> in contrapposizione alla teoria di MM. Gordon ha sostenuto che il pagamento di dividendi più elevati provoca una diminuzione nel costo del capitale o del tasso

---

<sup>32</sup> Weighted average cost of capital (media ponderata del costo del capitale).

<sup>33</sup> Rispettivamente: Gordon, M, J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy, *Journal of Finance* 18, 264-272; Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations, *The Review of Economics and Statistics* 64, 243-269; Walter, J.E., (1963). Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise, *Journal of Finance* 18, 280-291.

<sup>34</sup> *Ibidem*.

di rendimento richiesto; Fisher compiendo una ricerca empirica su aziende britanniche ha raggiunto un risultato simile, a conferma che i dividendi hanno un maggiore impatto sui prezzi delle azioni rispetto ad una loro ritenzione. Un'evidenza empirica che contrasta tale tesi è rinvenibile nella ricerca condotta da Baker (2002)<sup>35</sup>: mediante un sondaggio a dirigenti di aziende statunitensi quotate al NASDAQ ha voluto verificare il loro orientamento alla *bird in the hand hypothesis*. Il risultato che ne è emerso palesa che solo il 17% degli intervistati è concorde con l'asseverazione che gli investitori hanno una maggior vocazione a ricevere dividendi nell'immediato rispetto all'incerta possibilità di ottenere migliori apprezzamenti del titolo nel futuro e, a fronte del 28% che non esprime alcuna opinione, vi è un eloquente 55% che si dimostra in disaccordo. Oltre a Modigliani e Miller tra gli altri detrattori di tale insegnamento si possono ricordare Litzenberger e Ramaswamy<sup>36</sup> i quali prendendo in considerazione l'impatto della fiscalità giungono a soverchiare e ribaltare queste concezioni.

### 3.3.1.1 La stabilizzazione dei dividendi: il modello di Lintner

Il modello di Lintner basa le proprie argomentazioni su due capisaldi: il primo è un obiettivo di *payout ratio* di lungo periodo cui attenersi, che prospetta ad una variazione degli utili analoghe variazioni del dividendo, mantenendo un rapporto dividendo/utili costante; il secondo riferisce che a fronte di una variazione di utili i manager sono riluttanti ad operare variazioni dei dividendi, tendendo a favorire una stabilità del dividendo alla costanza del *payout*. Formalmente si ottiene la seguente relazione

$$Div_t = \alpha EPS_t \quad (3.9)$$

---

<sup>35</sup> Baker M., and Wurgler J., 2002, Market Timing and Capital Structure, *The Journal of Finance*, 57: 1-32.

<sup>36</sup> Litzenberger, Robert H., and Krishna Ramaswamy. "The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects?." *The Journal of Finance* 37.2 (1982): 429-443.

in cui  $Div_t$  sono i dividendi al tempo  $t$ ,  $\alpha$  il *payout ratio* obiettivo ed  $EPS_t$  il livello di distribuzione degli utili.

Tuttavia nel caso in cui nel periodo seguente ( $t+1$ ) si rilevasse una variazione di utili, l'impresa che vuole preservare un certo *payout* dovrebbe modificare il dividendo come segue

$$\Delta Div = Div_{t+1} - Div_t = \alpha EPS_{t+1} - Div_t \quad (3.10)$$

Ciononostante i manager sono restii ad attuare variazioni, motivo per cui si inserisce un elemento di rigidità nell'equazione precedente per renderla più coerente con le ipotesi, per cui

$$\Delta Div = Div_{t+1} - Div_t = s(\alpha EPS_{t+1} - Div_t) \quad \text{con } 0 \leq s \leq 1 \quad (3.11)$$

in cui il parametro  $s$  è rappresentativo della velocità alla quale si rettificano i dividendi correnti verso il target predeterminato a seguito di modificazioni degli utili: quanto più il management è conservativo tanto più  $s$  tende a 0.

La derivazione di questi ragionamenti trova giustificazione su alcune osservazioni dello stesso autore, secondo cui le imprese hanno obiettivi di lungo termine sul rapporto di distribuzione degli utili, in ottemperanza ai progetti a NPV positivi disponibili. In seconda istanza i manager prestano più considerazione alle variazioni dei dividendi che non al loro valore assoluto, in quanto essi sono inclini a segmentare l'utile in due parti: una prima che stimano essere stabile ed una seconda che invece è temporanea, provocando una modificazione nella politica distributiva solamente se l'incremento viene reputato come duraturo e quindi sostenibile nel tempo<sup>37</sup>. Quale conseguenza, in ciascun periodo, il dividendo potrà non essere immediatamente adeguato alla variazione dell'utile, ed anzi il suo andamento sarà meno variabile rispetto a

---

<sup>37</sup> Ross et al., finanza aziendale, 2012.

quest'ultima grandezza, poiché i manager perseguono un rapporto di distribuzione (*payout ratio*) di lungo periodo, il quale non può riflettere imprescindibilmente le fluttuazioni dei parametri in gioco.

Successive integrazioni allo studio originale di Lintner hanno sostanzialmente confermato tali risultanze, aggiungendo le prospettive di sviluppo della società come altro elemento decisionale, supportate da prove empiriche che dimostrano da un lato che gli incrementi dei dividendi accompagnano di un paio d'anni una crescita sostenuta degli utili<sup>38</sup>, dall'altro si pone in luce che gli utili delle imprese campionate sono cresciuti molto più del doppio nei quattro anni seguenti il pagamento del primo dividendo<sup>39</sup>.

### 3.3.1.2 Il modello di Gordon

Il *Gordon Growth Model* (GGM) collega il valore dell'azione ai dividendi attesi nel periodo seguente, al tasso di rendimento richiesto dal titolo (espresso dal costo del capitale proprio) e al tasso di crescita atteso dei dividendi. Questo modello pone le premesse sulle seguenti assunzioni:

- a) l'impresa non ha debito nella sua struttura di capitale;
- b) nessun finanziamento esterno è disponibile e di conseguenza gli utili sono impiegati per finanziare qualsiasi espansione della società;
- c) il costo del capitale rimane costante;
- d) i rendimenti sono costanti.

Come emerge dall'applicazione del *Dividend Discount Model*, una soluzione adottata per stimare il prezzo a termine da usare nel calcolo del valore intrinseco di un'azione è assumere che il dividendo percepito nell'ultimo

---

<sup>38</sup> Benartzi et al. "Do changes in dividends signal the future or the past?." *The Journal of Finance* 52.3 (1997): 1007-1034.

<sup>39</sup> Healey, P., Palepu, K. and Hutton, A. (1999): "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure". *Contemporary Accounting Research*, 16, pp. 485–520.



anno del periodo esplicito di previsione continuerà a crescere ad un tasso costante  $g$  in modo perpetuo.

Qualora si assuma che la crescita non cominci al termine del periodo di previsione ma da subito (ovvero nel primo anno successivo alla data di stima), il valore intrinseco dell'azione è dato dalla capitalizzazione di una rendita perpetua a rate crescenti definita *Gordon Growth Model*

$$P = \frac{Div_t}{k - g} \quad (3.12)$$

in cui  $Div_t$  è il dividendo atteso al tempo  $t$  (ad esempio un anno dopo l'acquisto),  $k^{40}$  è il costo del capitale e  $g^{41}$  il tasso di crescita.

Il modello di crescita di Gordon può servire per valutare un'azienda che si trova in una fase di crescita stabile, quando cioè i suoi dividendi crescono a un tasso costante. Se è vero che il modello di crescita di Gordon rappresenta un approccio semplice e potente alla valutazione di azioni, è anche vero che il suo utilizzo è limitato alle imprese che si trovano in una fase di crescita costante.

Il principale limite del *Dividend Discout Method* è che i dividendi non rappresentano una misura di creazione di valore su un orizzonte temporale definito, nonostante il valore di un'azione sia determinato dagli stessi dividendi. Un'azienda che non crea valore si può infatti indebitare per distribuire dividendi, mentre aziende altamente profittevoli possono decidere di non distribuire alcun dividendo. Un metodo che consente di superare i limiti di DDM, adottando peraltro il medesimo focus sui flussi di cassa, è il *Discounted Cash Flow Method (DCF)*<sup>42</sup>.

---

<sup>40</sup> Può essere espresso anche come  $r$ , nel senso di rendimento atteso dall'azionista, se si prende in considerazione tale visione al posto della prospettiva dell'azienda; i valori sono comunque i medesimi.

<sup>41</sup> Solitamente è un valore non di molto superiore a 0, in quanto anche per piccole cifre, le divergenze che si riverberano sono significative. Altre volte è uguagliato al tasso di inflazione, in modo tale che il valore del dividendo in termini reali sia sempre lo stesso.

<sup>42</sup> Fonte: borsaitaliana.

### 3.3.1.3 Il modello di Walter

Si ipotizza un modello a sostegno dell'importanza della politica dei dividendi nel determinare il valore di un'impresa. Il modello sostiene che quando i dividendi sono pagati agli azionisti, essi sono ulteriormente reinvestiti dal socio per ottenere rendimenti più elevati. Il costo di tali dividendi è indicato come il costo opportunità della società (il costo del capitale- $k_e$ ), giacché l'impresa potrebbe utilizzare tali dividendi come capitale se non fossero distribuiti agli azionisti.

Un'altra possibile situazione accade nel momento in cui non vi è erogazione di dividendi, in quanto si preferisce utilizzare tale disponibilità investendola in altre attività redditizie al fine di ottenere guadagni più ingenti. Questo tasso di rendimento  $r$ , deve essere per l'azienda almeno pari a  $k_e$ , cosicché il rendimento della società sia equivalente al guadagno dell'azionariato se fossero pagati dividendi.

Il modello di Walter asserisce che se  $r < k_e$  allora l'impresa dovrebbe distribuire gli utili sotto forma di dividendi per dare agli azionisti rendimenti più elevati; tuttavia se  $r > k_e$  le opportunità di investimento a disposizione dell'impresa sarebbero in grado di ottenere migliori rendimenti per l'impresa stessa e quindi l'azienda dovrebbe reinvestire gli utili.

La relazione tra  $r$  e  $k_e$  è estremamente importante per determinare la politica dei dividendi: si decide se l'impresa deve avere *payout* pari a zero o al 100%.

$$P = \frac{Div}{k_e} + \frac{(r/k_e)(E - Div)}{k_e} \quad (3.13)$$

L'equazione qui riportata<sup>43</sup> riferisce alla rappresentazione matematica del modello, in cui si evince che il prezzo di mercato delle azioni è il risultato della

---

<sup>43</sup> In cui:  $P$  è il prezzo di mercato delle azioni,  $Div$  il dividendo per azione,  $k_e$  il costo del capitale,  $r$  il rendimento sugli investimenti effettuati dall'azienda,  $E$  la quota di utili per azione.

somma tra il valore attuale di un infinito flusso di dividendi (primo addendo) ed il valore attuale di un perpetuo flusso di reddito ottenuto dal reinvestire parte degli utili in nuovi investimenti (secondo addendo).

### 3.4 L'impatto della componente fiscale

La considerazione dell'esistenza di una perfezione del mercato dei capitali cozza con la realtà, in quanto presumendo l'assenza di tassazione non si considerano i conseguenti effetti che si possono riverberare sul trattamento di dividendi e *capital gain* e sul valore dell'impresa. In molte nazioni si assiste ad una differenza nel trattamento dell'imposizione fiscale tra dividendi e *capital gain*, e dato che gli investitori sono interessati al risultato netto post-imposte, l'influenza della tassazione potrebbe avere ripercussioni sulla domanda di dividendi. Dal lato opposto la fiscalità riesce ad influenzare anche le offerte di *dividend payout*, in quanto nel momento in cui i manager reagiscono alle situazioni fiscali per cercare di massimizzare la ricchezza degli azionisti (e il valore dell'impresa) aumentano il tasso di trattenimento degli utili.

L'ipotesi della fiscalità dimostra che minori percentuali di utili distribuiti agli azionisti sotto forma di dividendi abbassano il costo del capitale e aumentano lo *stock price*, poiché il più basso *payout ratio*<sup>44</sup> contribuisce alla massimizzazione del valore aziendale dato l'assunto che i dividendi sono tassati maggiormente e nell'immediato rispetto ai *capital gain* che, invece, differiscono la loro imposizione sino al momento in cui sono realizzati. Gli investitori che hanno un trattamento fiscale più favorevole su tali guadagni (vantaggio delle plusvalenze sul capitale investito rispetto ai dividendi) manifestano una preferenza per le imprese che distribuiscono bassi livelli di utili in favore di un utilizzo più redditizio degli stessi in azienda che può sfociare

---

<sup>44</sup> Il *payout ratio* (o *dividend payout ratio*) rappresenta la percentuale di utili distribuita agli azionisti sotto forma di dividendi.

addirittura nella volontà di pagare un *premium* per i minori *payout*. Quindi un minor *dividend payout ratio* abbasserà il costo del capitale e al contrario ne aumenta il prezzo delle azioni.

Quanto esposto sin qui palesa una visione quasi diametralmente opposta alla *bird in the hand theory* e, ovviamente, getta un guanto di sfida alla teoria dell'irrelevanza (MM).

Per riassumere, l'effetto dell'imposizione fiscale si sviluppa sul semplice assunto che gli investitori si trovano a dover affrontare una maggior e diretta trattenuta sulle rendite da dividendi rispetto ai guadagni in conto capitale. Per questo motivo gli investitori che sono inseriti negli scaglioni di reddito più elevati richiederanno un rendimento ante-imposizione elevato per continuare a detenere nel loro portafoglio azioni che erogano una buona quantità di utili sotto forma di dividendi altamente tassati, quindi con *dividend yield* elevati. Questa relazione tra rendimento lordo e *dividend yield* (DY) è alla base del lavoro postulato da Brennan<sup>45</sup> secondo cui il rendimento del prezzo lordo delle azioni è positivamente correlato al rischio sistematico e al DY, suggerendo che azioni con maggiori DY saranno vendute a prezzi minori a causa dello svantaggio della maggior tassazione associata ai redditi da dividendi.

In definitiva in base al preminente interesse degli investitori per la redditività netta d'imposta, il diverso trattamento fiscale sulle rendite finanziarie può influenzare la preferenza per i dividendi o per i *capital gain*. Gli investitori in fasce di reddito più basse, infatti, potrebbero fare affidamento a rendite da attività finanziarie stabili e costanti, essendo così attratti da aziende che sviluppano una *dividend policy* analoga. Invece, investitori su scaglioni d'imposta più elevati valuterebbero come situazione vantaggiosa l'investire in società che reinvestono gran parte degli utili prodotti determinando un potenziale guadagno in conto capitale.

La teoria della tassazione porterebbe a concretare che le imprese dovrebbero evitare di pagare dividendi (o almeno in quantità considerevole), ciò

---

<sup>45</sup> Brennan, Michael J., 1970, Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy, *National Tax Journal* 23, 417-427; più recentemente vedi anche Lemmon, Michael L. and Nguyen, Thanh Lai, Dividend Yields and Stock Returns: Evidence from a Country without Taxes (2008).

nondimeno molti studi hanno sentenziato che la fiscalità gioca un ruolo marginale nelle decisioni sulla *dividend policy*<sup>46</sup>.

Le evidenze empiriche più significative sul tema sono riconducibili a Litzenger and Ramaswamy (1979)<sup>47</sup>, che proponendo una versione riadattata del modello di Brennan trovano una relazione tra il rendimento ante-imposte e il DY, giungendo così a risultati che dimostrano che dalla riduzione dei dividendi le aziende potrebbero incrementare il loro valore azionario<sup>48</sup>. Anche Poterba and Summers (1984)<sup>49</sup> in uno studio compiuto su un insieme di imprese anglosassoni, forniscono un contributo a sostegno degli effetti della tassazione. Tuttavia una sfida a tale impostazione è presentata prima da Hess (1981)<sup>50</sup> e successivamente da Miller and Scholes (1982)<sup>51</sup> i quali mettendo in discussione l'utilizzo del *dividend yield* di breve periodo per determinare l'impatto provocato sul rendimento azionario dal differente trattamento fiscale tra dividendi e *capital gain* forniscono un supporto alla visione di Modigliani e Miller, mentre nella ricerca condotta da Baker et al. (2002)<sup>52</sup> su un campione di 630 società quotate nel listino statunitense del *National Association of Securities Dealers Automated Quotation* si evince uno scarso apprezzamento da parte della compagine manageriale sulla teoria della preferenza sulla tassazione. Sialm (2006) fornisce nuove prove al modello di Brennan, ponendo l'accento sul fatto che i titoli che affrontano delle aliquote fiscali elevate tendono a compensare l'imposizione che si ripercuote sugli investitori generando rendimenti ante-imposte maggiori.

---

<sup>46</sup> Vedi: Fama, E.F., and K.R. French, 2001, Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60, 3-44; Julio, B. and D. Ikenberry, 2005, Reappearing dividends, *Journal of Applied Corporate Finance*.

<sup>47</sup> Litzenger R., and K. Ramaswamy, 1979, The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Finance* 33(5), 1385-1399.

<sup>48</sup> Una rivisitazione di questo studio è stata proposta da Kalay e Michaley (2000).

<sup>49</sup> Poterba J.M. and L.H. Summers, 1984, New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends, *Journal of Finance* 39:1397-1415.

<sup>50</sup> Hess P.J., 1981, The Dividend Debate: 20 Years of Discussion, in "The Revolution in Corporate Finance".

<sup>51</sup> Miller M., and Scholes M.S., 1982, Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence, *Journal of Political Economy*.

<sup>52</sup> Baker H.K., Powell G.E., Veit E.T., 2002, Revisiting managerial perspectives on dividend policy, *Journal of Economic Finance*.

Concludendo non è ancora chiaro il motivo per cui le aziende paghino dividendi nonostante l'ingente carico fiscale<sup>53</sup>, anche se la spiegazione più plausibile potrebbe prendere in considerazione il fatto di non soffermarsi sulla sola prospettiva della relazione instaurata tra *dividend yield* e rendimenti azionari, ma coinvolgere anche elementi di natura psicologica e comportamentale, che come sarà esposto in dettaglio nel prosieguo del capitolo, giustificerebbero se non del tutto almeno parzialmente, il verificarsi di queste situazioni.

### 3.5 L'effetto clientela

La teoria del cosiddetto effetto clientela<sup>54</sup> spiega che il prezzo azionario di una società si sposta secondo le esigenze e i fini delle diverse tipologie di investitori con riferimento alle politiche inerenti la tassazione<sup>55</sup>, i dividendi e altri cambiamenti che interessano l'impresa. Il *clientele effect* si basa sulla considerazione che gli investitori siano attirati dalla diversità delle politiche aziendali che vengono ad essere sviluppate e, di conseguenza, nel momento in cui un'azienda si presta a modificare il proprio modo di agire e di operare nel mercato, gli azionisti tenderanno ad adattare le loro partecipazioni azionarie sulla base delle proprie predilezioni. Il risultato di tale adeguamento provoca una modificazione del prezzo del titolo.

Se si prende in considerazione una società che in un determinato momento paga dividendi elevati, essa avrà attratto una certa sfera di investitori, una clientela il cui fine di investimento è di ottenere azioni con un elevato

---

<sup>53</sup>Vedi: BRENNAN, M. J. and THAKOR, A. V. (1990), *Shareholder Preferences and Dividend Policy*. The Journal of Finance, 45; Alzahrani, Mohammed, and Meziane Lasfer. "The Impact of Taxation on Dividends: A Cross-Country Analysis." (2009).

<sup>54</sup> Con tale termine si fa riferimento ad una classe di soggetti più o meno omogenea al suo interno in termini di valori o abitudini.

<sup>55</sup> Pérez-González, 2003, *Large shareholders and dividends: evidence from U.S. tax reforms*, sostiene che le preferenze fiscali degli azionisti che hanno una buona influenza possono condizionare le politiche dei dividendi.

*dividend payout*. Tuttavia se l'impresa in questione decidesse di modificare questa sua strategia procedendo verso una diminuzione dell'elargizione dei dividendi, l'effetto da parte di questa categoria di azionisti sarebbe di vendere il loro pacchetto azionario e trasferire il loro capitale in un'altra compagnia che soddisfi le loro esigenze di elevati dividendi. A seguito di questa azione di vendita il prezzo dell'azienda diminuirà.

La variazione della politica dei dividendi potrebbe quindi causare l'abbandono di un certo segmento di azionisti in favore del subentro di uno nuovo, sulla base delle diverse preferenze.

L'effetto clientela si basa sull'idea che un insieme di investitori, attratti da un particolare titolo, avranno un impatto sul prezzo quando le politiche o le circostanze aziendali dovessero modificarsi. Infatti, la clientela attuale potrebbe decidere di cedere le proprie quote azionarie se la società stabilisse di cambiare la politica dei dividendi, andando così a discostarsi notevolmente da quelle che sono le preferenze degli azionisti. Tuttavia, trasformazioni nella gestione possono portare all'arrivo di nuovi gruppi di *shareholder*, le cui preferenze si allineano con la nuova *dividend policy* della società. In un mercato in equilibrio i cambiamenti della compagine non provocano alcuna variazione nel prezzo delle azioni, proprio perché per un certo numero di azionisti (o azioni) che vengono ad esser vendute ce ne sarebbe una pari quantità che verrebbe acquistata.

Gli investitori vanno così a costituire le cosiddette *dividend clientele*. Per esempio alcuni soggetti possono preferire una società che paga zero dividendi col fine di investire i profitti non distribuiti in risorse che concorrono alla crescita del business. Un altro set di clientela invece, potrebbe preferire ricevere flussi di reddito da dividendo regolari piuttosto che ottenere guadagni in conto capitale. In quest'ultimo caso si possono evidenziare ulteriori *subset* di clientela, come, ad esempio, coloro che prediligono un titolo che restituisce un alto dividendo, mentre altri potrebbero accettare che i profitti dell'impresa siano in parte pagati come dividendi e il resto reinvestiti.

I diversi gruppi che vengono a costituirsi possono scegliere di vendere le loro azioni qualora l'impresa in cui hanno investito alteri la politica di distribuzione dei dividendi, provocando un allontanamento dalle loro preferenze, mentre altri, che gradiscono tali cambiamenti, potrebbero subentrare.

Questa teoria è legata alla formulazione dell'irrelevanza della politica dei dividendi presentata da Modigliani e Miller<sup>56</sup>, in cui si afferma che, sotto particolari ipotesi, il rendimento richiesto da un investitore e il valore dell'impresa sono avulsi alla politica dei dividendi della società. La clientela può solo scegliere di vendere le proprie partecipazioni, qualora non gradisca il cambiamento nella politica di un'azienda, e quest'ultima può ottenere contemporaneamente un nuovo sottogruppo di clienti che approvano tale trasformazione. Di conseguenza, il valore delle azioni rimane inalterato. Ciò nonostante, questo è vero sino ad un certo punto, fino a quando il "mercato dei dividendi" è in equilibrio, dove cioè la domanda di una certa politica ne incontra l'offerta. Se le clientele influenzano i prezzi delle azioni, queste potrebbero avere un effetto *feedback* sulle decisioni manageriali. I dirigenti finanziari si dimostrano infatti riluttanti ad operare grandi modifiche alla politica di *payout*, perché tali cambiamenti potrebbero alterare la base di investitori di una società e influenzare negativamente il prezzo delle azioni<sup>57</sup>.

L'esistenza delle clientele sui dividendi è stata dimostrata attraverso una ricerca empirica condotta da Graham and Kumar (2006)<sup>58</sup>, in cui emerge che, dal vasto campione preso a riferimento, come gruppo, gli investitori *retail* (rispetto a quelli istituzionali<sup>59</sup>) preferiscono titoli che non pagano dividendi rispetto a titoli che i dividendi li distribuiscono. Il risultato emerge dal raggruppamento di un campione di oltre 60000 portafogli di investitori *retail*, in cui si mette in luce il peso dei titoli posseduti che hanno un *payout* non nullo rispetto all'ammontare complessivo delle azioni detenute, e per effettuare un confronto la stessa cosa è stata fatta anche per gli investitori istituzionali. Si è poi preso in considerazione l'*expected weight*, ovvero il peso dei titoli che ci si attende pagheranno dividendi nel portafoglio di mercato: in questo caso poco più del 75%. Questi risultati sono evidenziati dal grafico sottostante (fig. 3.1) in

---

<sup>56</sup> Miller e Modigliani [1961. *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*. *Journal of Business* 34, 411–433].

<sup>57</sup> Brav et al., 2005, *Payout policy in the 21st century*, *Journal of Financial Economics*.

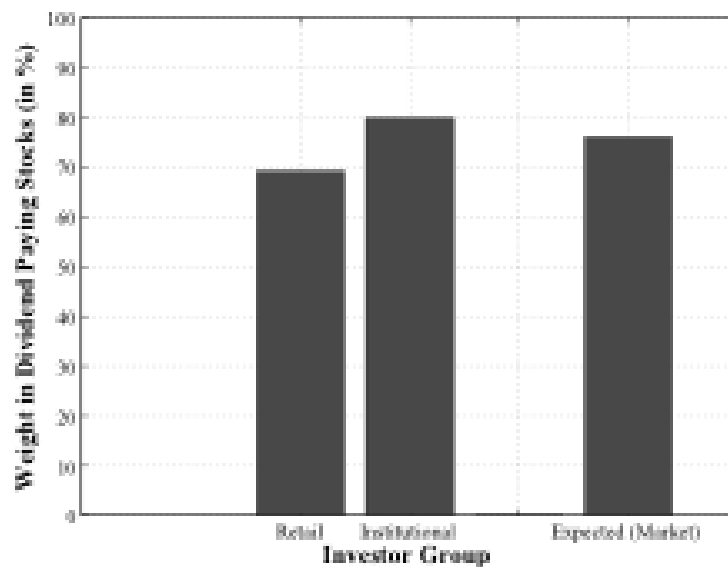
<sup>58</sup> Graham e Kumar, Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors, *The Journal of Finance*, 2006.

<sup>59</sup> Coerentemente con Brav. et al. (2005), anche Allen et al. sostengono che gli effetti clientela sono la ragione per la presenza di dividendi, poiché, le imprese che erogano dividendi attirano moderatamente più investitori istituzionali e performano meglio; in Allen e Michaely, 2003, *Payout Policy*, *Handbook of the Economics of Finance* (Amsterdam: North- Holland) 337-429.



cui si nota che l'eccesso di peso (*excess weight*), cioè la differenza tra il peso *retail* e quello atteso è negativa di circa il 7%, mentre è positiva per quasi il 4% per il portafoglio istituzionale. Si conferma così quanto evidenziato da Allen, Bernardo and Welch (2000)<sup>60</sup> e da Grinstein e Michaely (2005)<sup>61</sup>: una marcata propensione della clientela istituzionale nel detenere nel proprio portafoglio titoli che erogano dividendi, che nella ricerca di Graham e Kumar si attesta approssimativamente all'11% in più rispetto al portafoglio della clientela *retail*. Un'altra evidenza empirica a supporto di ciò deriva dallo studio compiuto da Dhaliwal et al. (1999)<sup>62</sup> in cui si segnala che a seguito dell'avvio della prima distribuzione di dividendi, i quattro quinti delle compagini azionarie delle società campionate subiva delle sostanziali modificazioni, manifestando un palese aumento della proprietà detenuta da soggetti istituzionali.

Figura 3.1 Preferenze per i dividendi tra la categoria *retail* e *institutional*



Fonte: tratto da Graham e Kumar (2006)

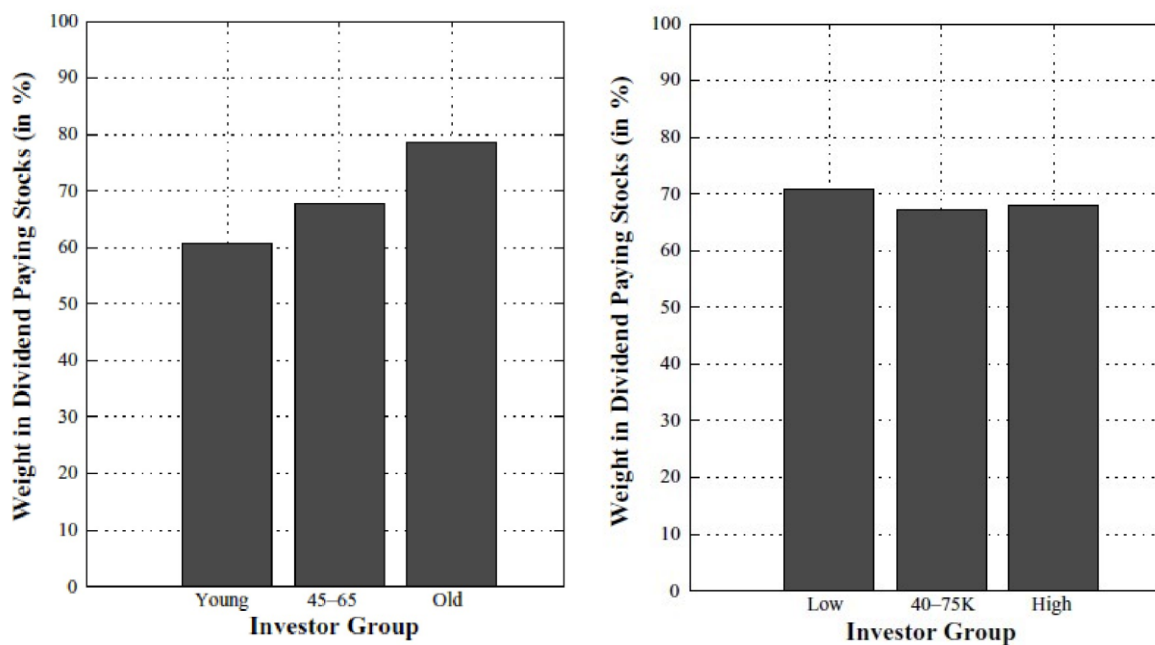
<sup>60</sup> Allen F., Bernardo A.E., and Welch I., 2000, A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles, The Journal of Finance 55-6.

<sup>61</sup> Grinstein Y., and Michaely R., 2005, Institutional Holdings and Payout Policy, The Journal of Finance, 60: 1389-1426.

<sup>62</sup> Dhaliwal D.S., Erickson M., and Trezevant R., 1999, A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies, National Tax Journal 52, 179-194.

Tuttavia, osservando in modo trasversale all'interno del gruppo di investitori *retail*, operando una partizione sulla base di età e reddito, si evidenzia che, da un lato gli anziani e dall'altro gli investitori con basso reddito mostrano una preferenza leggermente più forte nel detenere nei loro portafoglio titoli una maggior percentuale di azioni che staccano dividendi (vedi fig. 3.2).

Figura 3.2 Suddivisione delle preferenze dei dividendi in base all'età e al reddito del campione *retail*

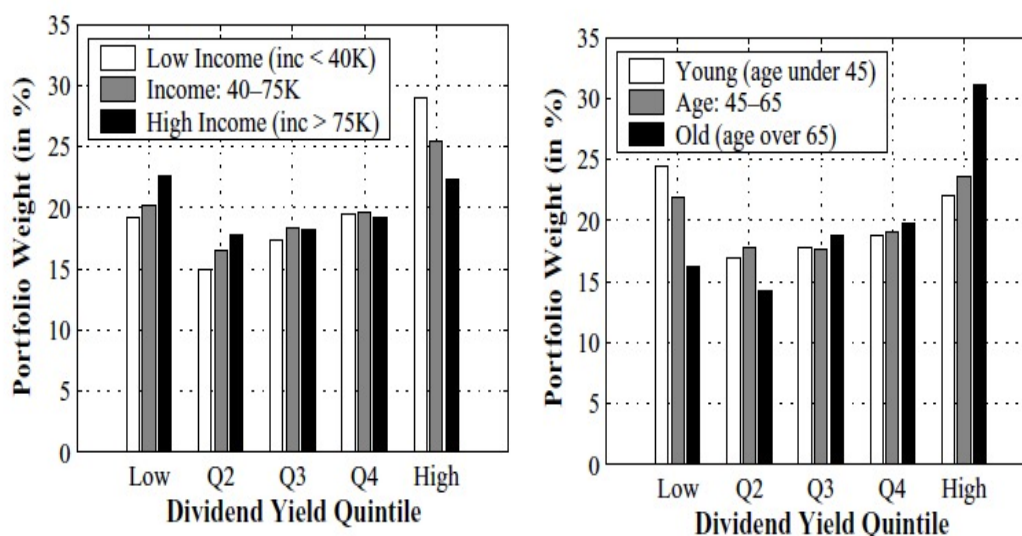


Fonte: tratto da Graham e Kumar (2006)

Queste preferenze per i dividendi variano in maniera coerente con i vincoli fiscali, in particolare in circostanze in cui gli incentivi fiscali sono forti e/o quando le preferenze di consumo sono meno importanti.

Per esaminare i rapporti tra le due variabili e il *dividend yield* si sono calcolati i quintili di questi ultimi per età e reddito. I risultati sono riportati nella figura 3.3.

Figura 3.3 Preferenze degli investitori *retail* per i *dividend yield* in base ad età e reddito



Fonte: tratto da Graham e Kumar (2006)

Dai grafici suesposti si dimostra il peso di ogni quintile nei portafogli degli investitori *retail*, con riferimento ad età e reddito. Da ciò si prende atto che gli investitori più anziani fissano all'interno del loro portafoglio una quota più rilevante di titoli con un alto rendimento; parimenti, gli investitori appartenenti al segmento con minor reddito attribuiscono un'importanza rilevante alle azioni con elevati *dividend yield*.

Nel loro insieme queste evidenze sperimentali indicano che i dividendi sembrerebbero influenzare le scelte di portafoglio degli investitori, e queste scelte variano con l'età ed il reddito (variabili prese a riferimento). Gli azionisti più anziani con basso reddito mostrano una spiccata propensione a detenere titoli che corrispondono dividendi, denotando una marcata preferenza per ottenere cospicui rendimenti dai dividendi. Questi risultati sono coerenti con l'esistenza dell'effetto clientela sui dividendi in conformità a livelli di reddito ed età che esprimono e giustificano i desideri di consumo.

### 3.6 Il contenuto informativo dei dividendi

Un'ulteriore ipotesi sull'inadeguatezza delle ipotesi di M&M nella spiegazione della struttura del mercato finanziario scaturisce dall'esistenza di una situazione di asimmetria informativa tra *insider* (management) ed *outsider* (la maggior parte dell'azionariato). Come riportato in precedenza, uno dei capisaldi su cui pone le basi la teoria di MM prevede che tutti gli operatori del mercato abbiano contemporaneamente un libero, immediato ed uguale accesso allo stesso *background* informativo sulle performance prospettive dell'impresa. Ciò che accade nella maggior parte delle situazioni reali, invece, è che i dirigenti d'impresa sono in possesso di notizie sulla dinamica evolutiva dell'azienda che non sono note, o almeno non nell'immediato, ai soggetti esterni. Il *gap* informativo che si mette in evidenza provoca un disallineamento nell'espressione del reale valore di mercato dell'impresa, determinandone una rappresentazione del prezzo delle azioni che non rispecchia il loro valore intrinseco.

A causa dell'impossibilità per gli *outsider* di disporre di un pacchetto informativo completo ed accurato come quello posseduto dal management, il *cash flow* di un titolo diventa allora la base per la sua valutazione di mercato<sup>63</sup>;

---

<sup>63</sup> Baskin, Jonathan B., and Paul J. Miranti, Jr., 1997. *A History of Corporate Finance* (Cambridge University Press, Cambridge).

conseguentemente i dividendi acquisiscono la posizione di espedienti utili per la dirigenza attraverso cui trasmettere le loro più vaste conoscenze al mercato, essendoci investitori che basano le loro valutazioni aziendali sui flussi dell'*equity*.

Molti studi in questa direzione chiariscono che i dividendi costituiscono un efficace veicolo per la comunicazione agli investitori, aggiungendo che sono percepiti dagli stessi anche come un segnale di valutazione da parte della compagine manageriale sulle performance e prospettive di una società<sup>64</sup>. Alla luce di quanto espresso gli annunci sui dividendi possono essere interpretati come strumenti per trasmettere informazioni sul futuro potenziale dell'impresa, enunciato, questo, che si erge ad emblema della *signalling theory*.

In base a questo approccio gli investitori possono dedurre informazioni sugli utili futuri di un'impresa attraverso il "segnale" proveniente dagli annunci sui dividendi, sia in termini di stabilità che di cambiamenti. Per validare tali ipotesi i manager devono anzitutto essere portatori di informazioni privilegiate sull'evoluzione dell'impresa ed avere incentivi a trasmetterle al mercato; in secondo luogo il segnale inviato dovrebbe essere rappresentativo di una situazione reale e non di una fittizia, il che significa che aziende con deboli prospettive di crescita sul futuro (se non addirittura negative) non dovrebbero inviare falsi segnali al mercato per mezzo di un aumento dei *payout*, dimodoché il mercato sappia soppesare i differenti segnali che provengono dalle aziende. Il rispetto di queste condizioni implica che il *free cash flow* è fortemente connesso all'effetto informativo, palesando che le *dividend policy* hanno un effetto interattivo nel fornire informazioni significative sulla previsione dei futuri flussi di cassa<sup>65</sup>.

Un consolidamento dell'erogazione di dividendi potrebbe allora essere un segnale espressivo di una visione di prosperità futura dell'impresa che sconterà i più elevati redditi degli anni a venire, e di conseguenza il prezzo azionario dovrebbe reagire positivamente a questa buona notizia. Parimenti, un taglio nella politica di distribuzione veicolerebbe un segnale di possibili tensioni e difficoltà, provocando una reazione al ribasso del prezzo azionario. Appare

---

<sup>64</sup> Asquith, P., and D. W. Mullins, Jr., "Signaling with dividends, stock repurchases, and equity issues," *Financial Management*, Vol.15, pp.27-44, 1986.

<sup>65</sup> Koch, Paul D., and Catherine Shenoy, 1999, The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies, *Financial Management* 28, 16-35.

chiaro che un manager che dispone di vantaggiose opportunità di investimenti è sicuramente più incline a segnalarlo rispetto ad uno che non ne dispone.

Le ricerche condotte su questa teoria<sup>66</sup> per evidenziarne la validità nella pratica sono pervenute a risultati non sempre omogenei, indicando che se da un certo punto di vista la *dividend signalling* può essere interpretata come uno strumento predittivo, attraverso cui le aziende annunciano maggiori dividendi quando presumono un futuro più roseo; in altri casi parrebbe evidenziare gli sviluppi di operazioni effettuate in passato, aumentando l'elargizione di *payout* solamente a seguito dell'ottenimento di alcuni risultati e non ritenendo di dover mantenere fondi per emergenze o altre attività di crescita.

Per la maggior parte i test hanno dimostrato il verificarsi dei contenuti informativi dei dividendi nel momento in cui le aziende aumentano o diminuiscono l'importo dei dividendi che saranno pagati, come dimostrato in Asquith e Mullins (1983)<sup>67</sup> e in Michaely et al. (1995)<sup>68</sup> in cui i prezzi delle azioni crescono del 3.4-3.7% nei due giorni successivi l'inizio o la ripresa della distribuzione di dividendi, mentre si avverte un più consistente calo, nell'ordine del 7% per il mancato stacco.

Questo dimostra una sorta di atto prudenziale del mercato che reagisce positivamente a variazioni favorevoli, ma penalizza molto quelle avverse.

---

<sup>66</sup> Vedi ad esempio: V. K. Narayanan, George E. Pinches, Kathryn M. Kelm, Diane M. Lander, The influence of voluntarily disclosed qualitative information, *Strategic Management Journal*, 2000, 21, 7; T. McCluskey, B. M. Burton, D. M. Power, C. D. Sinclair, Evidence on the Irish stock market's reaction to dividend announcements, *Applied Financial Economics*, 2006, 16, 8, 617; Soter, Dennis, Eugene Brigham, and Paul Evanson, 1996, The Dividend Cut Heard' Round The World: The Case of FPL, *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 4-15.

<sup>67</sup> Asquith, Paul, and David W. Mullins, Jr., 1983, The impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth, *Journal of Business* 56, 77-96.

<sup>68</sup> Michaely, Roni, Richard H. Thaler, and Kent L. Womack, 1995, Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?, *Journal of Finance* 50, 573-608.

### 3.7 La *catering theory*

Le caratteristiche delle aziende che pagano dividendi (vale a dire: i loro livelli di *free cash flow*, la leva finanziaria, i guadagni, le immobilizzazioni materiali e le dimensioni) non devono essere analizzate separatamente da alcune componenti psicologiche, in quanto una parte importante della decisione delle *payout policy* può derivare dal desiderio di un'impresa di soddisfare le aspettative degli investitori. Questa componente psicologica sui dividendi è esplicitamente presa in considerazione nella teoria della clientela. Ad esempio Shefrin e Statman sviluppano la teoria del "ciclo di vita comportamentale" dei dividendi che fa riferimento a ragioni di carattere psicologico per spiegare il motivo per cui gli investitori preferiscono i dividendi rispetto alle plusvalenze<sup>69</sup>.

La circostanza da prendere in considerazione è che i modelli teorici ed empirici sui dividendi stanno sempre più incorporando i principi della finanza comportamentale e linearmente con questa tendenza, Baker e Würigler (2004)<sup>70</sup>, basandosi su aspetti di stampo caratteriale, sviluppano una teoria (attraverso una prova empirica) che fornisce prove sul fatto che i cambiamenti nella quantità di dividendi pagati dalle aziende possono essere spiegati da quelli che denominano "incentivi di *catering*", cioè una misura della domanda di mercato per titoli che pagano dividendi. La *catering theory* sostiene che le imprese regolano i loro flussi di dividendi in gran parte in risposta alla domanda dei loro investitori per titoli che pagano dividendi. Secondo tale teoria, quando la domanda degli investitori per i *payout* incrementa, si nota che le imprese hanno maggiori probabilità di aumentare i pagamenti.

L'idea di base di questo pensiero è che quando i titoli delle società che distribuiscono dividendi sono scambiati ad un prezzo che sovrastima il loro valore reale (sono cioè *overpriced*, scambiati a premio) rispetto alle società che non li distribuiscono, i manager hanno un incentivo ad avviare o a continuare ad erogare dividendi e, in linea generale, si dimostrano ricalcitranti nel variare tale posizione. Al contrario, nel momento in cui il mercato dovesse preferire aziende

---

<sup>69</sup> Shefrin, Hersh M., and Meir Statman, 1984, Explaining investor preference for cash dividends, *Journal of Financial Economics* 13, 253-282.

<sup>70</sup> Baker M., and Würigler J., 2004, A Catering Theory of Dividends, *The Journal of Finance*, 59:1125-1165.

che trattengono i profitti, il management avrebbe uno stimolo nel tagliare la distribuzione o addirittura a non avviarla, in particolar modo se i *dividend payers* negoziano a sconto (ribasso).

Questi autori, attraverso un'analisi empirica, hanno avuto una prova dell'esistenza di un collegamento tra la tendenza di liquidare dividendi e i *catering incentives*. Usando il *dividend premium* come *proxy* per il valore che il mercato fornisce ai dividendi (il premio che gli investitori sono disposti a pagare per i titoli che pagano dividendi<sup>71</sup>) mettono in risalto l'impatto di questa variabile sulla decisione da parte delle imprese di avviare o modificare le *payout policy*. La *catering theory* prevede che le variazioni dei dividendi di un'azienda nel corso del tempo sia guidata dalla domanda da parte degli investitori, secondo cui i cambiamenti delle quantità di dividendi che le imprese pagano possono essere spiegate dalla misura del desiderio del mercato di detenere titoli che hanno *payout* positivi. Secondo i due autori è allora necessario prendere attentamente in considerazione i cambiamenti delle opinioni degli investitori con riferimento alle imprese che pagano dividendi rispetto al loro *sentiment* sulle imprese che non li pagano<sup>72</sup>.

Sulla scia di quanto proposto da Baker e Würigler, altre ricerche sono state condotte nel tentativo di analizzare ed applicare la teoria in questione in diversi mercati di capitale. Per esempio Denis e Osobov (2005) hanno studiato la *catering theory* utilizzando una serie storica di dati nel ventennio 1982-2002, mostrando che tra i paesi cosiddetti di *common law* (come Canada e Regno Unito), in cui la pressione esercitata dagli azionisti sul management è rilevante, la teoria risulta essere verificata, mentre nei paesi di *civil law* (Germania, Francia e Giappone) in cui l'azionariato pone una minor tensione ai manager, la suddetta teoria non trova ampio seguito<sup>73</sup>. Alle stesse conclusioni giungono Kim

---

<sup>71</sup> Vale a dire la differenza tra il rapporto market value-book value delle imprese che distribuiscono dividendi e quello delle imprese che non li distribuiscono.

<sup>72</sup> In accordo con ciò uno studio compiuto sul mercato inglese ha avvalorato la teoria di *catering* per i dividendi, ponendo in risalto il fatto che la scomparsa di questi ultimi dopo gli anni novanta è da rintracciarsi ai minori livelli di *dividend premium*. Ferris et al. (2006), «God Save The Queen And Her Dividends: Corporate Payouts In The UK», *Journal of Business* 79.

<sup>73</sup> Denis D.J. et Osobov I. (2005), «Disappearing Dividends, Catering Incentives and Agency Costs: International Evidence».



e Byun<sup>74</sup> che studiando l'esistenza del *catering* in diversi regimi giuridici su di un più ampio ventaglio di nazioni (21), ne asseriscono la presenza nei paesi di *common law* rispetto a quelli di *civil*. Becker et al. (2011)<sup>75</sup> sfruttano i diversi aspetti demografici che si presentano per mettere in evidenza l'effetto della domanda di dividendi sulle *payout policy* aziendali, dimostrando che gli investitori *retail* tendono a detenere principalmente titoli della propria nazionalità e confermando che gli investitori più anziani preferiscono azioni che pagano dividendi. Insieme, queste categorie, generano una domanda di dividendi geograficamente variabile; infatti le imprese con sede nelle aree in cui gli anziani costituiscono una grande frazione della popolazione sono più propense a pagare i dividendi, o ad avviarli, e hanno più elevati *dividend yield*. Nel complesso questi risultati sono coerenti con l'idea che la base di investitori impatta sulle scelte di politica aziendale. Un'altra convalida deriva da un'indagine svolta per verificare la percezione che i dirigenti di alcune società quotate nel SBF<sup>76</sup> hanno con riferimento ai dividendi. Il risultato che ne emerge è che nel complesso i manager delle aziende campionate prendono in considerazione le preferenze degli azionisti al momento di sviluppare decisioni sulle *payout policy*<sup>77</sup>.

Sebbene sia ragionevole poter accettare l'impianto teorico proposto non bisogna concludere aprioristicamente che gli incrementi di dividendi comportino sempre un impatto positivo sul prezzo. Se la richiesta di titoli con dividendi si trasforma gradualmente nel tempo, è difficile che l'annuncio di un aumento dei dividendi venga accolto da una reazione positiva. In un tale contesto, semmai, è l'avviso di un'interruzione nella distribuzione che può stimolare una risposta più marcata da parte del mercato.

---

<sup>74</sup> Kim, Kihun, and Jinho Byun. "Dividend Catering, Investor Protection, and Sentiment: A Cross-Country Analysis." *Investor Protection, and Sentiment: A Cross-Country Analysis (August 1, 2013)* (2013).

<sup>75</sup> Becker, Bo, Zoran Ivković, and Scott Weisbenner. "Local dividend clienteles." *The Journal of Finance* 66.2 (2011).

<sup>76</sup> Société des Bourses Françaises, è un indice del mercato azionario francese.

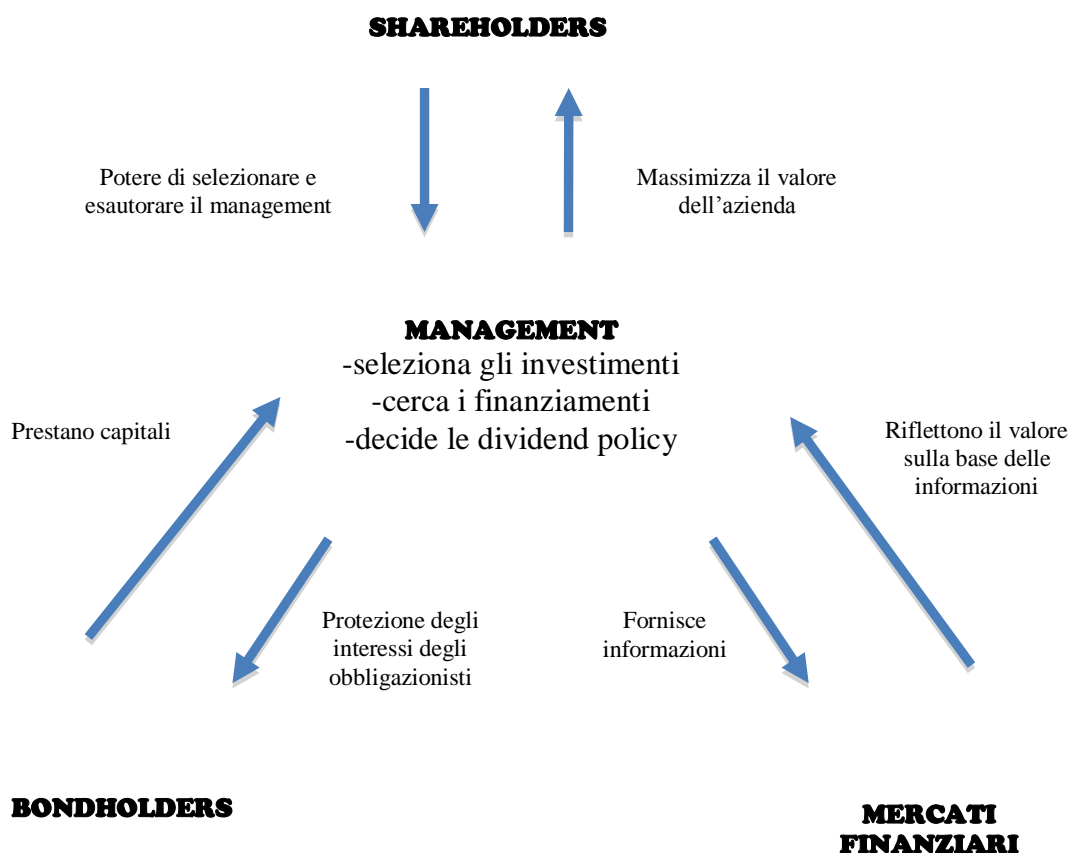
<sup>77</sup> Albouy et al. (2010), «The Perception Of Dividends By French Managers: An International Comparison», *Working paper, Université de Grenoble 2*. Nella ricerca il 64% dei manager ha risposto di comportarsi in tale modo e solo un 18% di non considerare le opinioni degli *shareholder*.

### 3.8 La teoria dell'agenzia

La teoria dell'agenzia fornisce un quadro di strumenti concettuali per comprendere le situazioni organizzative in cui le connessioni tra due o più attori possono essere interpretate come relazioni tra un soggetto che, definibile come principale, delega ad uno o più altri soggetti, agenti, lo svolgimento in nome e per proprio conto di alcune attività<sup>78</sup>.

La gamma di relazioni principale-agente presenta potenziali di attuazione molto vasti, offrendosi di spiegare una pluralità di situazioni e relazioni organizzative, tra le quali, a titolo esemplificativo, quella inerente al legame tra azionisti, obbligazionisti, mercati finanziari e management, come riportato nella rappresentazione seguente (fig. 3.4).

Figura 3.4 Schema rapporto d'agenzia



<sup>78</sup> Concetto ripreso da Jensen, M.C. and Meckling, W.H., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, 3, 305-360.

Secondo vari autori, tra cui Costa (1989)<sup>79</sup>, le relazioni di agenzia si presentano in quelle circostanze contraddistinte dalle seguenti supposizioni:

- a) esistenza di incertezza sugli stati del mondo;
- b) asimmetria informativa tra gli attori coinvolti;
- c) situazione di razionalità limitata;
- d) gli attori hanno obiettivi non sempre coincidenti e interessi conflittuali;
- e) opportunismo dei soggetti;
- f) propensione al rischio differente.

Di solito, nel rapporto di agenzia, l'informazione è imperfetta e svisata in favore dell'agente, il quale ha una posizione di vantaggio dovuta all'asimmetria informativa; inoltre gli esiti cui giunge non dipendono solo ed esclusivamente dalle azioni che pone in atto, ma anche dagli avvenimenti esterni gravati da indeterminatezza. Ciò si ripercuote negativamente sull'azionariato dal momento che cresce la difficoltà nel riuscire a soppesare adeguatamente l'apporto del management alla creazione di valore per l'azienda.

I costi di agenzia emergono allorché il proprietario-manager dell'impresa ne aliena una quota al mercato a coloro che diverranno la compagine di minoranza e per questo avranno deboli possibilità di intervenire sulle scelte gestionali; in altre parole se ne verifica l'insorgere ogni qualvolta la proprietà dell'impresa si distingue dal suo management. La misura di tali costi è pertanto rintracciabile nella differenza tra il valore dell'azienda controllata interamente da un unico proprietario (o anche da persone che agiscono di concerto<sup>80</sup>) ed il valore dell'impresa controllata con una quota inferiore.

Gli interessi del management infatti non sono necessariamente gli stessi della compagine azionaria (come dovrebbe essere in un mercato perfetto, come assunto in M&M) e potrebbe sviluppare comportamenti ed azioni che costituiscono un costo per la proprietà. Per cercare di lenire l'insorgere dei cosiddetti conflitti di interesse tra dirigenza e azionariato, e tentare nel contempo di incoraggiare l'adeguamento degli obiettivi, si può ricorrere a

---

<sup>79</sup> Costa G., Proprietà, controllo e gestione delle risorse umane, in AA.VV., Il governo delle imprese, 1992; Camuffo A., Incertezza, Processi Decisionali e Sistemi di Budget, in "Sviluppo & Organizzazione", 1989.

<sup>80</sup> Si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società.

sistemi di controllo, cercando di progettare un'intesa contrattuale con l'agente che massimizzi la propria utilità e che faccia altrettanto con gli obiettivi dell'agente.

La proprietà può limitare tali costi per mezzo di meccanismi che prevedono incentivazioni basate sui risultati e/o su sistemi di controllo del comportamento. Per quanto concerne la predisposizione di soluzioni basate sul raggiungimento degli obiettivi si concreta in sistemi di remunerazione dell'agente contingenti al perseguimento dei risultati e si traduce nella scelta di modalità di allocazione del rischio tra azionisti e manager. In aggiunta possono essere predisposte delle clausole che prevedono il "rimborso" da parte del management quando, nell'esercizio dei loro compiti, prendono decisioni che danneggiano la proprietà (*bonding cost*).

Il pagamento dei dividendi potrebbe allora asservire al tentativo di allineare gli interessi e mitigare i problemi d'agenzia tra manager e azionisti, riducendo la discrezionalità delle risorse finanziarie a disposizione della dirigenza<sup>81</sup>.

Nel modello proposto da Rozeff (1982)<sup>82</sup> i dividendi vengono interpretati come un utile sistema per diminuire i costi d'agenzia, che si sollevano dalla configurazione dell'assetto della proprietà, anche se ciò non giustifica a pieno le decisioni di *payout*, ma solo parzialmente, essendo influenzate allo stesso tempo anche da ulteriori determinazioni finanziarie, quali decisioni su: investimenti, finanziamenti e giustappunto i costi d'agenzia.

Jensen (1986)<sup>83</sup>, e più recentemente Michaely e Roberts (2012)<sup>84</sup>, sostengono un'argomentazione simile secondo la quale pagare dividendi può aiutare a superare i problemi di agenzia derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo in una grande impresa con la proprietà diffusa, individuando che il conflitto di interessi che si sviluppa si intensificherà nel momento in cui l'azienda comincerà a generare ingenti flussi finanziari che risulteranno andare oltre le

---

<sup>81</sup> Easterbrook, Frank H., 1984, Two Agency Costs Explanations of Dividends, *American Economic Review* 74, 650-659.

<sup>82</sup> Rozeff, Michael S., 1982, Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios, *The Journal of Financial Research* 5, 249-259.

<sup>83</sup> Jensen, Michael C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.

<sup>84</sup> Michaely, R., and M. Roberts, 2012, "Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms," *Review of Financial Studies* 25, 711-746.

migliori opportunità di investimento (progetti a NPV positivo). In questa situazione i manager hanno un interesse personale ad espandere l'impresa al di là della dimensione identificabile come ottimale (dove i costi marginali supererebbero i ricavi marginali), poiché più elevata è la dimensione delle risorse che essi controllano, maggiore dovrebbe essere il premio che gli viene riconosciuto. Questo utilizzo inappropriato delle risorse finanziarie diminuirebbe la ricchezza degli azionisti, i quali per contrastare questo potenziale problema di inadeguati sovrainvestimenti potrebbero preferire un'erogazione di dividendi per ridurre l'utilizzo dei *free cash flow* aziendali.

La Porta et al. (2000)<sup>85</sup> hanno condotto uno studio su un campione che contava alcune migliaia di imprese e rappresentanti più di trenta differenti nazioni fornendo un aggiuntivo supporto empirico alle ipotesi sui costi d'agenzia. Dalla loro ricerca emerge che in paesi con un sistema di protezione giuridica efficace<sup>86</sup>, gli azionisti hanno maggiori diritti e quindi possono indurre le imprese a pagare più dividendi. Come conseguenza, i dividendi sono il risultato della tutela giuridica degli azionisti. Inoltre, hanno scoperto che le aziende che operano in questi paesi e che hanno un rapido tasso di crescita pagano minori dividendi rispetto alle loro omologhe con più lenti tassi di sviluppo. Ciò implica che gli azionisti usano il loro potere legale per costringere i manager a favorire politiche di *payout* quando le opportunità di investimento sono limitate. Lo studio di La Porta et al. si rivela coerente con l'utilizzo delle *dividend policy* per reprimere i costi d'agenzia suggerendo, infatti, che i dividendi possono essere utilizzati per ridurre il conflitto tra *insider* e *outsider* (o azionisti).

Il potenziale conflitto tra azionisti ed obbligazionisti è un'altra fonte di conflitto di interessi che può manifestarsi, in cui i primi sono considerati come agenti. In una situazione del genere la distribuzione di dividendi può essere interpretata dai *bondholder* come un tentativo di espropriazione della ricchezza dall'impresa. Di conseguenza i prestatori di capitale di debito cercheranno di imporre delle clausole, i cosiddetti *covenant*, le quali proibiscono o limitano

---

<sup>85</sup> La Porta, Rafeal, Florenico Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 2000, Agency Problems and Dividend Policies Around the World, *Journal of Finance* 55.

<sup>86</sup>In generale, in paesi come gli Stati Uniti, Regno Unito e Australia, dove è in vigore il regime di *common law*, gli investitori hanno una migliore protezione rispetto ai paesi di diritto civile.

azioni che possono indurre ricchezza a favore degli *shareholder* e andare a loro discapito.

Tra le principali garanzie che possono essere poste in atto si possono ricordare:

- a) la limitazione delle politiche di investimento, nel tentativo di scongiurare l'avvio di programmi troppo azzardati;
- b) il ridimensionamento delle *dividend payout policy*;
- c) l'attenuare e/o richiedere l'approvazione dagli obbligazionisti per dare il seguito a nuove politiche di finanziamento.

È doveroso notare che, se da un verso queste forme di garanzia sono efficaci nel tentativo di fornire protezione agli obbligazionisti contro abusi nei loro confronti, non sono comunque immuni da costi. Per assicurare la validità di tali clausole, infatti, le società potrebbero trovarsi nella condizione di dover rifiutare profittevoli occasioni di investimento e doverne quindi sopportare, direttamente o indirettamente, anche i relativi costi legali e di monitoraggio.

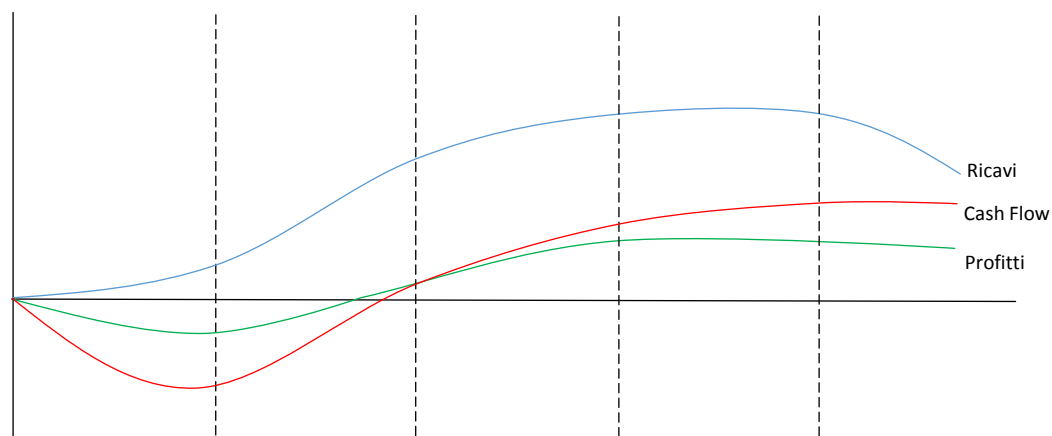
### **3.9 Dividendi e ciclo di vita dell'impresa**

Un altro filone della letteratura collega il *dividend payout* al ciclo di vita delle imprese. Questa teoria si basa sul concetto che nel momento in cui un'azienda diventa matura, la sua predisposizione a generare flussi di cassa tende a superare la capacità di scovare adeguate e redditizie opportunità di investimento, divenendo così ottimale per l'impresa distribuire il proprio *free cash flow* agli azionisti sotto forma di dividendi. Secondo tale teoria un'impresa giovane deve affrontare una serie abbastanza ampia di progetti di investimento, in un primo momento per avviare ed in seguito per accrescere la propria dimensione e quota di mercato, ma da un punto di vista della propria struttura finanziaria non è sufficientemente autonoma da poter far affidamento al solo autofinanziamento per essere in grado di far fronte a tutte le esigenze che si

presentano. Oltretutto in queste prime fasi di vita, orbitando ancora in un contesto di elevata incertezza, sperimenta sostanziali ostacoli nel reperimento di capitali da fonti esterne, quindi il risultato cui si giunge è la scelta di risparmiare liquidità astenendosi dalla distribuzione di dividendi. Nel corso del tempo, dopo una fase di crescita, l'azienda consoliderà la propria posizione nel mercato raggiungendo uno stato di maturità, in cui l'insieme di possibilità di investimento dovrebbe tendere a ridursi, i tassi di crescita e redditività dovrebbero essersi appianati raggiungendo un certo equilibrio, il rischio sistematico dovrebbe esser diminuito e la società sarà verosimilmente in grado di generare più liquidità di quella che potrebbe proficuamente investire; pertanto comincerà a distribuire utili agli azionisti pagando dividendi. In questo senso la misura in cui una società matura distribuisce utili agli azionisti invece di reinvestirli internamente sarà una funzione della misura in cui gli interessi dei suoi dirigenti sono allineati con quelli dei suoi azionisti. Nella figura seguente (fig. 3.5) sono schematizzate le capacità di finanziamento durante i diversi stadi del ciclo di vita di un'impresa.

Un'affermazione di lapalissiana evidenza è che non tutte le imprese attraversano tutte le fasi evidenziate: alcune non superano lo stadio di avvio, e di quelle che sopravvivono non tutte riescono a divenire grandi realtà ad elevato potenziale di sviluppo e crescita; in aggiunta non tutte le imprese di successo scelgono di quotarsi in un mercato regolamentato. Tuttavia, nonostante le numerose eccezioni che possono occorrere nella realtà, la teoria del ciclo di vita permette di avere una visione chiarificatrice delle scelte compiute dalle aziende.

Figura 3.5 Ciclo di vita dell'impresa e politica dei dividendi



<i>Fase di crescita</i>	<i>start up</i>	<i>rapida espansione</i>	<i>crescita elevata</i>	<i>maturità</i>	<i>declino</i>
<b><i>Necessità di finanziamento esterno</i></b>	elevate, ma limitate dall'infrastruttura	elevate rispetto al valore dell'impresa	moderate rispetto al valore dell'impresa	in calo, man mano che le opportunità di validi investimenti diminuiscono	in calo, man mano che le opportunità di validi investimenti diminuiscono
<b><i>Finanziamento interno</i></b>	negativo o basso	negativo o basso	basso rispetto alle necessità di finanziamento	elevato rispetto alle necessità di finanziamento	maggiore delle necessità di finanziamento
<b><i>Capacità di distribuire dividendi</i></b>	nessuna	nessuna	molto bassa	in crescita	elevata

Fonte: riadattato da Damodaran Aswath, 2006, Finanza aziendale, Apogeo Editore

Come si nota la crescita dell'azienda è probabile che rimanga flemmatica fino a quando si risolvono positivamente le difficoltà iniziali che si incontrano nella fase di avviamento e si stabiliscono dei punti di raccordo col mercato. L'azienda conseguirà ricavi che tuttavia non saranno sufficienti a coprire le ingenti spese di avvio, e sulla stessa scia si staglia la componente finanziaria,



che deriverà per buona parte da fonti esterne e non dalla capacità autonoma dell'impresa di generare cassa. In un secondo tempo, l'impresa crescerà rapidamente, entrando in nuovi mercati ed espandendo, fidelizzandola, la propria clientela prima che possa sorgere un'agguerrita concorrenza. Ne risultano un evidente aumento del fatturato, un netto miglioramento dei profitti (passando dalle perdite fisiologiche al conseguimento di utili) ed ottenendo un cambiamento favorevole del *cash flow*. I problemi derivanti dai costi d'agenzia sono assenti, o non particolarmente rilevanti in queste fasi, giacché l'impresa si trova a dover affrontare molteplici opportunità di investimento dal NPV positivo, mettendo in evidenza che il perseguimento della crescita è anche coerente con il perseguimento del profitto. In secondo luogo, l'azienda non è ancora in grado di soddisfare tutti i suoi bisogni di finanziamento tramite la creazione flussi di cassa autonomi, ed è costretta a ricorrere ai mercati dei capitali esterni (per questo il *cash flow* è negativo, in riferimento al fatto che le disponibilità finanziarie presenti derivano da terzi), ed è quindi soggetta a particolari controlli.

Successivamente, mentre i mercati esistenti diventano saturi e nuovi mercati sono più difficili da scorgere, la crescita della società persiste, ma a tassi decrescenti, comincia cioè a rallentare. Per mantenere la crescita e la redditività l'impresa deve generare innovazioni. In questa fase di maturità l'impresa sfrutta al meglio quanto creato in precedenza, pervenendo ai massimi di profitto e giungendo ad un punto in cui la mancanza di occasioni vantaggiose in cui investire la liquidità generata dalle operazioni esistenti permette di ottenere dei *free cash flow* liberamente distribuibili.

La teoria del ciclo di vita dei dividendi prevede allora che l'impresa inizierà a pagare i dividendi quando i suoi tassi di crescita e di redditività sono attesi diminuire in futuro, quindi nel momento in cui le imprese tendono ad essere mature e meno volatili. Coerentemente con ciò che si evince dallo studio di Grullon et al. (2002)<sup>87</sup>, e poi anche in Bulan et al. (2007)<sup>88</sup>, questo si pone in netto contrasto con la teoria della segnalazione dei dividendi, che invece prevede che una ditta paghi dividendi per segnalare al mercato le proprie migliorate prospettive di crescita e redditività, trasmettendo una buona notizia.

---

<sup>87</sup> Grullon, G., R. Michaely, and B. Swaminathan. 2002. Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business* 75 (July): 387–424.

<sup>88</sup> Bulan, Laarni, Narayanan Subramanian, and Lloyd Tanlu, 2007, When are Dividend Omissions Good News?, Working Paper, Harvard University.

Secondo questi autori, infatti, le aziende che esauriscono le opportunità di investimento aumentano i loro dividendi, e così l'effetto di questi ultimi sarà indice della maturità dell'impresa piuttosto che un segnale di futura redditività della stessa. Altre evidenze empiriche portano la firma di Benartzi et al. (1997)<sup>89</sup> in cui si sostiene che gli aumenti dei dividendi non sono seguiti da un aumento del tasso di crescita degli utili, mentre ad una loro riduzione si associa un miglioramento del tasso di crescita.

DeAngelo et al. (2006)<sup>90</sup> trovano invece che la probabilità che una società paghi dividendi sia significativamente correlata alla composizione della propria struttura finanziaria, evidenziando che quelle che presentano una maggior proporzione di capitale proveniente dall'abilità di far impresa hanno più possibilità di dispensare dividendi.

### **3.10 La finanza comportamentale e la politica dei dividendi**

La finanza aziendale rappresenta il più recente ambito di applicazione della finanza comportamentale. Gli studi condotti in ambito economico-aziendale hanno per moltissimo tempo teorizzato e fatto riferimento alla figura enunciata per la prima volta da J.S. Mill: l'*homo oeconomicus*. Ipotesi che, sebbene per molti aspetti non realistica, ha permesso alla teoria finanziaria di far fronte in modo disciplinato e privo di contraddizioni ad un'ampia gamma di problemi. Tuttavia la predisposizione neoclassica si è rivelata insufficiente nello spiegare taluni aspetti della finanza d'impresa, e solamente in tempi recenti si è sperimentato il tentativo di intraprendere la via del paradigma comportamentale per cercare di rendere più limpido il corso degli accadimenti di natura finanziaria nelle aziende. La finanza comportamentale è stata accusata con notevole frequenza di essere una branca del sapere disarmonica, composta dalla

---

<sup>89</sup> Benartzi et al. "Do changes in dividends signal the future or the past?." *The Journal of Finance* 52.3 (1997): 1007-1034.

<sup>90</sup> Ibidem.

descrizione di un assortimento di anomalie spesso in reciproco contrasto. Ad ogni modo non si deve scordare che, originariamente, ciò che si proponeva di raggiungere la finanza comportamentale era la rappresentazione e l'interpretazione di singoli aspetti del comportamento di investitori, professionisti e mercati, senza avere la presunzione di sviluppare un quadro unitario e coerente dell'insieme dei fenomeni. Tenendo conto di ciò, non si deve però interpretare l'approccio dottrinale di stampo tradizionale come scorretto, in quanto esso, presupponendo l'esistenza di un'ipotetica situazione ideale di perfezione ed efficienza dei mercati, assume natura normativa o prescrittiva. Invece, il modo in cui affronta lo studio l'ottica comportamentale si staglia su un piano di natura descrittiva, cercando di soppesare i limiti della razionalità umana e gli effetti che impattano sulle decisioni. Queste distorsioni, o *bias*, sono identificabili in un accrocco di pregiudizi, parzialità nel giudizio e inclinazione ingiusta dell'opinione che predispongono ad un errore di tipo cognitivo da parte dell'investitore. Tra i più caratteristici errori si possono ricordare l'eccesso di ottimismo, l'*overconfidence* e l'illusione del controllo. Se da un lato l'ottimismo può essere spiegato come la disposizione psicologica che induce a considerare i lati migliori della realtà (quindi dell'ambiente in cui si è immersi) e a confidare nella buona riuscita delle cose, dall'altro portare all'esasperazione questo tratto psicologico implica una circostanza da cui può derivare grave danno, in quanto l'eccesso conduce alla sopravvalutazione delle probabilità di risultati favorevoli e alla sottostima delle probabilità del verificarsi di esiti negativi, causando effetti indesiderati. L'eccesso di sicurezza, invece, è un *bias* che dirige l'agente ad avere una smisurata fiducia nelle proprie capacità sopravvalutando o esagerando l'abilità di eseguire con successo una certa attività, col rischio di sopravvalutarsi. In uno studio<sup>91</sup> condotto su trecento manager, il 74% degli intervistati ha dichiarato di credere di aver conseguito risultati sopra la media, mentre del restante 26% la maggior parte presume di essere nella media. Emerge che quasi la totalità del campione oggetto di indagine ha ritenuto essere nella media o al di sopra di essa, quando è in realtà possibile solo per il 50%, palesando quindi l'elevato livello di *overconfidence*. Esiste una linea sottile tra la fiducia e l'eccesso di sicurezza. Mentre la prima prevede che un

---

<sup>91</sup> Montier, James. "Behaving Badly." *Behavioural Investing: A Practitioner's Guide to Applying Behavioural Finance* (2006): 78-94.

soggetto confidi nelle proprie capacità, la seconda implica una valutazione eccessivamente ottimistica della propria conoscenza o il controllo su una situazione che in realtà non può e non è in grado di dominare (per lo meno su tutti i fronti). A ciò si aggiunge un ulteriore fenomeno cognitivo al quale l'uomo è soggetto: il cosiddetto errore di conferma. Questo è un processo che consiste nell'operare un'accurata scelta sulle informazioni possedute in modo da attribuire maggiore considerazione e attendibilità a quelle che avvalorano i propri convincimenti e, al contrario, non prendere in considerazione quelle che li contestano.

Quelli fin qui esposti sono errori che si commettono in una fase precedente l'azione, ma ce ne sono altri che si identificano a posteriori come l'errore di attribuzione per il quale gli investitori, o più in generale le persone, hanno la tendenza ad attribuire il successo dei risultati raggiunti alle proprie capacità, incolpando, invece, degli insuccessi la sfortuna, ed un secondo identificabile nel giudizio retrospettivo secondo cui le persone sono portate a credere che sarebbero riuscite a prevedere l'esito di un determinato evento, una volta che l'evento è già noto. Infine, per quanto attiene alla categoria degli errori cognitivo-emotivi, si può prendere in considerazione l'avversione al rimpianto, contraddistinta dall'aspirazione di sottrarsi al verificarsi di questo stato d'animo, e motivando su questa base l'incentivo da parte di taluni investitori a voler ricevere dividendi, per non incorrere, nel caso di vendita di titoli per ottenere risorse per finanziare l'immediato, nel pentimento di aver preso una scelta sbagliata vedendo successivamente l'aumento dell'azione ceduta. Ad accrescere questa distorsione può essere considerato il *bias* dello *status quo*: un altro difetto che impatta sulle capacità di pensare in modo prettamente razionale, secondo cui le persone tendono a preferire la fedeltà della routine ai cambiamenti, a causa del convincimento ingiustificato che una scelta difforme sarà meno gratificante.

La gran parte delle persone, quindi anche manager ed investitori, nel prendere le proprie decisioni fanno affidamento a delle regole empiriche, a dei procedimenti di ricerca ed individuazione, non del tutto esenti da vizi, che consentono di prevedere un risultato che sia di aiuto nella risoluzione di problemi che si presentano: le euristiche. Eppure, se questi metodi possono apparire adeguati per la quotidianità, in un contesto finanziario possono

provocare errori, i più comuni dei quali sono i seguenti: rappresentatività, disponibilità, ancoraggio, affetto. Il primo fa riferimento al fatto che gli individui traggono le conclusioni su un certo avvenimento in modo intuitivo e stereotipato, usando una quantità non congrua di informazioni, senza fare affidamento ad uno studio più dettagliato che comprenda un minimo di informazioni statistiche, causando una negligenza di probabilità che porta a dare maggior enfasi ai rischi di attività moderatamente non pericolose e a sottovalutare quelle che più lo sono. Ciò può condurre alla seconda distorsione, provocata da un utilizzo eccessivo delle informazioni che sono maggiormente rinvenibili, creando una visione limitata e non completa del mercato. La terza euristica risponde all'attitudine dei singoli ad essere condizionati da un *benchmark* di riferimento, come un numero o un certo valore, il quale spesso diviene un caposaldo al quale si paragona tutto il resto. L'affetto, infine, riguarda l'atto di prendere decisioni su basi intuitive, correndo il rischio di preferire la conoscenza empirica ad un modello razionale nella stima del valore.

Sulla scorta di quanto detto un importante apporto riguarda il motivo per il quale le aziende erogano dividendi. Se immaginassimo un agente razionale (oltre alla mancanza di imposte e costi di transazione), per costui ricevere un dividendo oppure ottenere un rendimento da *capital gain* di pari valore dovrebbe essere indifferente, e in sostanza è questo che la finanza tradizionale acclama, sostenendo la perfetta sostituibilità tra le due circostanze. Malgrado ciò l'evidenza empirica ha dimostrato a più riprese che gli investitori hanno una preferenza per i dividendi (nonostante questi siano soliti essere tassati maggiormente rispetto ai rendimenti da capitale). Una prima spiegazione a tale fenomeno è stata trattata precedentemente, quando si è esposto il concetto del contenuto informativo dei dividendi (vedi cap. 3.6), ma vi sono altre interpretazioni di stampo comportamentale proposte da vari autori. Shefrin e Statman (1984)<sup>92</sup> presentano l'autocontrollo<sup>93</sup> come un primo concetto basilare che vede l'esistenza di due fazioni contrapposte all'interno della psiche di ciascun soggetto, il *planner* ed il *doer*, ossia la parte razionale e la sua opposta.

---

<sup>92</sup> Shefrin H., Statman M., 1984, "Explaining Investor Preference for Cash Dividends", *Journal of Financial Economics*.

<sup>93</sup>Più recentemente ripreso da Benabou, Roland, and Marek Pycia. "Dynamic inconsistency and self-control: A planner–doer interpretation." *Economics Letters* 77.3 (2002).

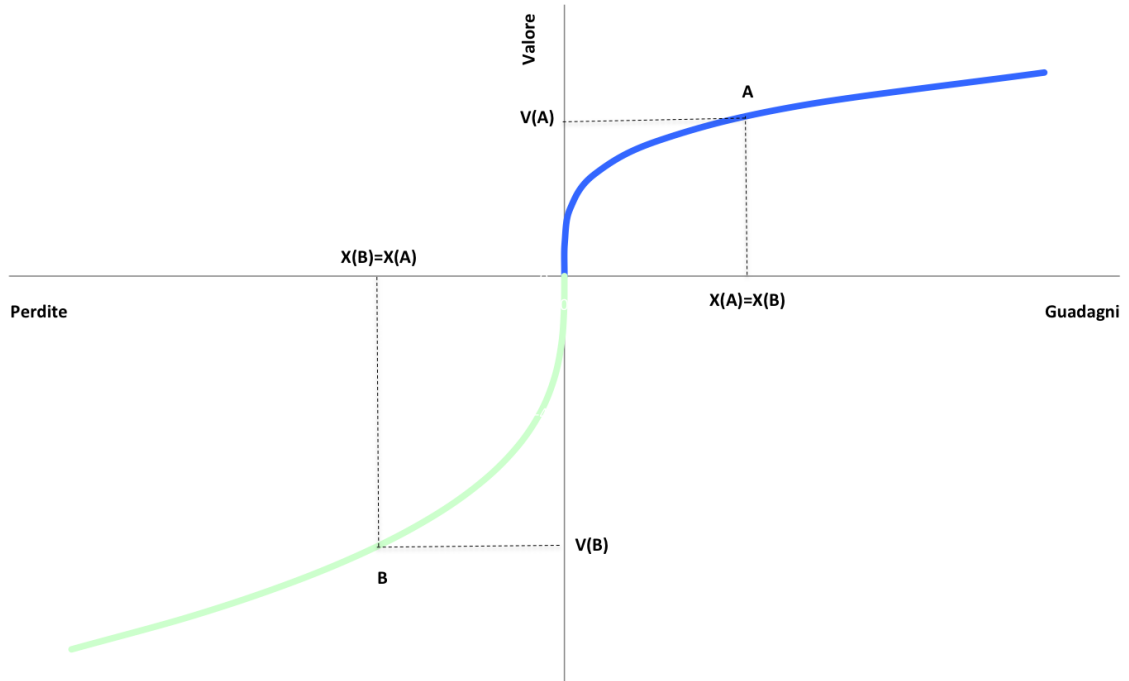
La relazione con i mercati finanziari si enuclea nel momento in cui un investitore decide di impiegare risorse finanziarie per ottenere una certa ricchezza in futuro e vuole tutelare questo capitale dall'impulso naturale e sconsiderato di dissiparlo nell'immediato. Per raggiungere tale obiettivo l'agente potrebbe procurarsi titoli con un *dividend yield* adeguato ad un determinato fabbisogno personale o, in alternativa, investire un ammontare in azioni che non distribuiscono dividendi procurando da sé l'ammontare di cui necessita di volta in volta vendendone una parte. Se dall'ottica prettamente finanziaria sembrano due soluzioni equivalenti, un'analisi più approfondita permette di assodare che la seconda concede maggiori margini di discrezionalità. Nel momento in cui il *planner* sovrasta la parte irrazionale attraverso l'imposizione di determinati comportamenti cui sottostare, vi è autocontrollo, ed è quanto si verifica ricevendo i dividendi.

Un secondo approccio deriva dalla teoria del prospetto (*prospect theory*)<sup>94</sup> che dimostra empiricamente la sistematica violazione degli operatori ai principi della razionalità economica, prevedendo il coinvolgimento del rischio e dell'incertezza. Le conclusioni che se ne possono trarre riguardano il fatto che in una situazione di scelta tra due o più opzioni, la scelta per l'una o l'altra dipende da come viene inteso e pianificato il problema stesso (evidenziando così un punto di riferimento oggettivo), con la conseguenza che, essendo le persone avverse al rischio e quindi sensibili alle perdite, sono alterabili, o per lo meno lo sono le loro intenzioni sulla base delle modalità in cui viene espressa una opzione di investimento. Il concetto imprescindibile della teoria dei prospetti è quindi l'avversione alla perdita, identificabile nella naturale inclinazione delle persone a rifuggire le occasioni di perdita piuttosto che ottenere guadagni. Questo risulta chiaro ossevando la funzione del valore espressa da grafico sottostante (fig. 3.6).

---

<sup>94</sup> Daniel Kahneman e Amos Tversky, Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk, *Econometrica*, 47(2), 1979.

Figura 3.6 Grafico funzione del valore



Dal grafico in questione si percepisce come la funzione abbia un andamento non lineare e risulta assumere una forma concava nell'area dei guadagni e convessa in quella delle perdite: questo significa che variazioni di eguale entità rispetto all'origine verso i guadagni,  $X(A)$ , e verso le perdite,  $X(B)$ , conducono a risultati differenti in termini assoluti nelle variazioni di utilità (sempre rispetto all'origine), infatti

$$|V(B) - 0| > |V(A) - 0| \quad (3.14)$$

in ragione del fatto che la curva ha una pendenza maggiore nella regione delle perdite. Ciò rende possibile avvalorare il concetto dell'avversione alla perdita, dato che quest'ultima ha un influsso molto più negativo della soddisfazione che si può trarre da un guadagno di pari valore in termini assoluti. Detto in termini molto semplicisti si rimane molto più scioccati da una perdita di  $x$  euro rispetto al guadagno di  $x$  euro.

Sebbene la teoria della finanza comportamentale non benefici di una insieme ordinato ed organico a causa della sua recente evoluzione, si è cercato di presentare gli aspetti caratteristici su cui pone le basi, riassumendoli nella tabella in appendice del capitolo (tabella 3.1).



Tabella 3.1 Errori nella valutazione da parte degli investitori

	DENOMINAZIONE	DESCRIZIONE
<b>ERRORI COGNITIVI</b>	Eccessiva Sicurezza (Overconfidence)	Essere troppo sicuri di sé, delle proprie capacità e conoscenze.
	Eccessivo ottimismo (Unrealistic optimism)	Sopravalutare la probabilità degli eventi positivi e sottovalutare quella di eventi negativi.
	Errore di conferma (Confirmation bias)	Dare eccessivo peso alle evidenze che confermano il proprio punto di vista e troppo poco a quelle che lo contraddicono.
	Errore di attribuzione (Attribution bias)	Attribuire a sé stessi il merito delle scelte andate a buon fine e incolpare gli altri per quelle andate male.
	Giudizio retrospettivo (Hindsight bias)	Pensare che l'esito di un determinato evento fosse ovvio e prevedibile già al momento in cui abbiamo preso la decisione, mentre in verità era giustificabile e comprensibile solo a posteriori.
	Home bias	Prefenire gli investimenti geograficamente vicini (nazionali, regionali o locali) o che si crede di conoscere meglio o a cui si è affettivamente legati (come quelli della propria azienda).
	Illusione del controllo (Illusion of control)	Credere di poter controllare fenomeni che non sono controllabili come l'andamento del mercato azionario.
	Rimpianto (Regret)	Rammaricarsi per aver preso una scelta sbagliata.
	Status quo bias	Essere riluttanti a cambiare la propria situazione corrente.
<b>EURISTICHE</b>	Affetto	Esprimere giudizi su base intuitiva o prendere decisioni a livello affettivo.
	Ancoraggio	Ancorarsi a un valore di riferimento e non aggiustare le proprie stime sufficientemente.
	Disponibilità	Basare le proprie decisioni sulle informazioni più prontamente disponibili, anche se non necessariamente più rilevanti.
	Rappresentatività	Giudicare in base all'intuizione e a stereotipi: credere che i fenomeni osservati rappresentino fedelmente una classe più generale di eventi.
<b>EFFETTI DI FRAMING</b>	Aversione alle perdite	Provare più "dolore" per una perdita rispetto al "piacere" provato per un guadagno di pari ammontare.
	Aversione alla perdita certa	Prendere più rischi per recuperare una perdita pregressa che non si vuole realizzare.

Fonte: Borsaitaliana, in "Finanza comportamentale", 2011

# Capitolo IV

## Analisi e confronto delle *dividend policy*

### 4.1 Introduzione

In questo capitolo si analizzano le politiche di *payout* adottate dalle principali società quotate nei mercati borsistici di Londra e Milano, cercando di far risaltare eventuali punti di comunanza nella gestione della suddetta politica e altresì evidenziandone i punti di disarmonia. Dapprima si procederà ad una illustrazione e spiegazione del campione preso a riferimento, per poi sviluppare una panoramica delle prassi a livello generale nei due listini e successivamente fornire le evidenze empiriche che si riscontrano ad un livello di maggior dettaglio prendendo in considerazione le società nei diversi settori di appartenenza.

La motivazione di fondo che porta a prendere in considerazione questi due listini, deriva dal fatto di voler confrontare tra loro le dinamiche di *payout policy* che si sviluppano da un lato in un mercato non particolarmente perfetto, efficiente e completo<sup>95</sup> quale il mercato italiano e dall'altro lato in uno che, al

---

<sup>95</sup> La logica dei mercati, quindi anche quelli finanziari, può essere spiegata come segue; essi si dicono:

1) perfetti, se caratterizzati da libero e pieno movimento dei fattori di produzione, nessuna restrizione allo scambio, omogeneità dei prodotti e dei servizi, piena trasparenza informativa;

2) efficienti, se tutta l'informazione è disponibile a tutti gli agenti e risulta essere immediatamente e continuamente incorporata nei prezzi;

3) completi, esistono e funzionano mercati per tutti i beni e servizi scambiati e prodotti, per tutti i possibili "stati di natura", e per tutte le scadenze.

contrario, qualitativamente si avvicina molto di più a tali aspetti, quale quello anglosassone.

Il campione preso a riferimento per l'analisi si compone delle quaranta società costituenti l'indice FTSE MIB<sup>96</sup> e delle cento società incluse nell'indice FTSE 100 alla fine del primo semestre del 2013. Il primo è il principale indice di riferimento per quanto concerne i mercati azionari italiani, e riunisce al suo interno all'incirca i quattro quinti dell'intera capitalizzazione di mercato interna, ed è un paniere composto da aziende di nazionalità sia italiana che estera di predominante importanza e ad elevata liquidità. Il secondo, invece, è l'indice azionario preposto a rappresentare l'andamento delle performance delle cento società a più elevata capitalizzazione quotate presso la London Stock Exchange. Anche in questo caso le cento società, per la maggior parte con sede legale nel Regno Unito, componenti l'indice londinese riproducono approssimativamente l'ottanta per cento dell'intera capitalizzazione della borsa inglese, rappresentando quindi un base di partenza omogenea nello sviluppo dell'analisi.

Delle aziende campionate non sono state ricomprese nell'analisi quelle con mancanza di informazione sui dividendi per azione durante l'anno fiscale, e quelle che, in conformità all'impatto esercitato sull'analisi effettuata, non hanno erogato lo stesso per un tempo significativo del periodo di osservazione o che hanno avviato la loro politica distributiva solo recentemente così da non permettere di trarre conclusioni attendibili.

I dati sono rappresentativi di un arco temporale di dodici anni, dal 2001 al 2012, che fornisce una serie temporale di lunghezza adeguata ed è sufficientemente attuale.

---

In un mercato imperfetto il prezzo non rispecchia il valore d'impresa in quanto risente dei costi di transazione e ugualmente, nel caso di incompletezza il prezzo risentirebbe delle componenti di valore non presenti sul mercato.

<sup>96</sup> Acronimo di Financial Times Stock Exchange Milano Indice di Borsa.

## 4.2 Le frequenze di pagamento

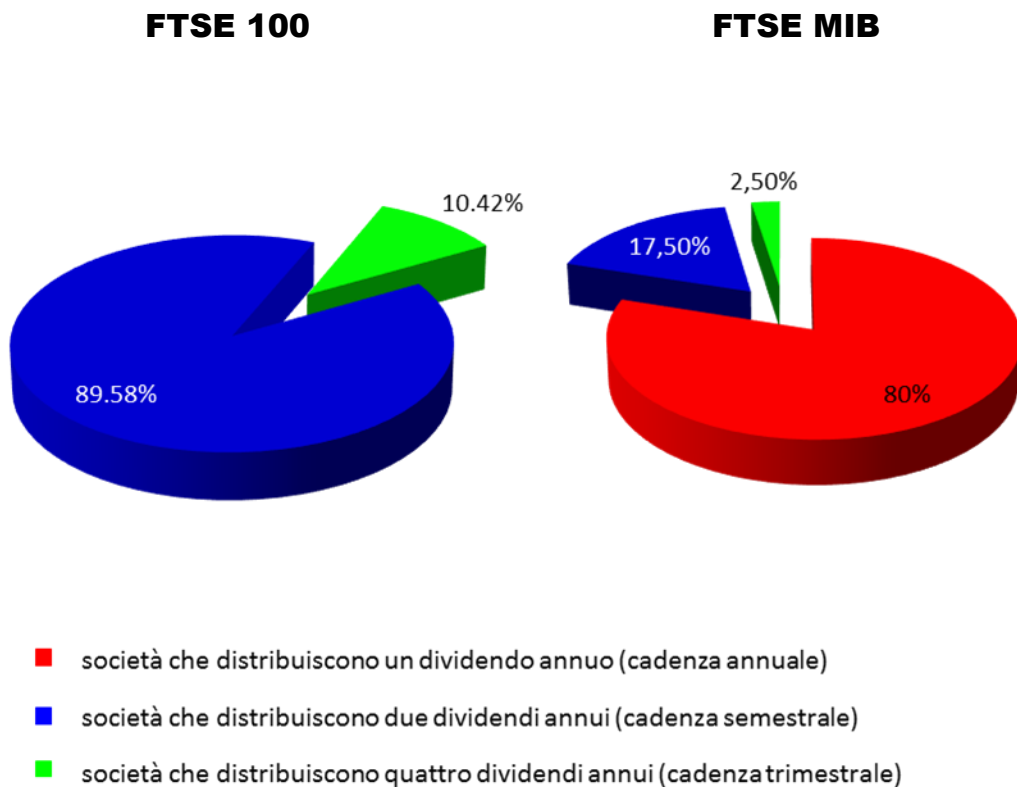
Sebbene la politica dei dividendi sia uno degli aspetti più studiati nella finanza aziendale, attraverso studi che riferiscono sulle decisioni alternative di pagare o meno i dividendi, su quanto pagare e come farlo, la questione di quanto spesso le società eseguano i pagamenti di dividendi ai propri azionisti una volta decisa la *payout policy* rimane una facciata sconosciuta.

Si potrebbe sostenere che una volta che il livello di *payout* è stato deciso la frequenza di pagamento sia solo un elemento di secondaria importanza e che gli schemi della segnalazione o di altri orientamenti normativi potrebbero determinare il programma di pagamento dei dividendi.

Per questo una prima analisi è stata condotta sul criterio con cui i consigli di amministrazione delle società oggetto di indagine intraprendono la distribuzione dei dividendi ai possessori di azioni ordinarie nel corso di ciascun anno.

Lo scenario che ne emerge non si attaglia ad omogeneità di comportamento, ma conduce all'identificazione di una sostanziale difformità in questo senso tra le due realtà, ponendo in risalto che, se da un versante la prassi inglese vede la totalità delle imprese erogare più dividendi nel corso dell'anno, sul versante italiano si enuclea la predisposizione della quasi totalità delle aziende quotate al FTSE MIB al pagamento del dividendo in un'unica tranche, con sole otto eccezioni, due delle quali sono rappresentate da aziende di nazionalità estera. Come meglio si può notare nella rappresentazione sottostante (figura 4.1) nella parte di sinistra sono evidenziati i pagamenti che abitualmente sono posti in atto dai management delle società quotate al FTSE 100, mentre nella parte destra si evidenziano quelli attuati al FTSE MIB: si distingue nettamente che se quasi il 90% delle aziende quotate al listino londinese pagano due dividendi, l'80% delle quotate a Piazza Affari ne stacca solo uno.

Figura 4.1 Dividendi distribuiti regolarmente nel corso dell'anno dalle società analizzate



Fonte: rielaborazione propria su dati forniti da *Borsa Italiana* e *London Stock Exchange*

Più precisamente con riferimento alle *frequency dividend payout policy* bisogna distinguere tra acconto(i) e saldo. Come dimostrato poco sopra la maggior parte delle società italiane distribuisce il dividendo in un'unica soluzione, preferendo i mesi tra aprile e giugno come periodo. La minoranza, invece, e le quotate sul listino inglese, spacchetta la cedola in due o quattro tranche, ordinariamente anticipando un acconto alla fine dell'anno e poi

suggellando l'operazione con un saldo in primavera. In questi casi ai “*dividend yield* primaverile” (relativo allo stacco di aprile-maggio) andrebbe tecnicamente aggiunto il “*dividend yield* d'autunno” già incassato per ottenere la performance complessiva sulla remunerazione annua offerta agli azionisti della società.

Il dividendo, come visto, è considerato un valore aggiunto per un investitore nel lungo periodo e fornisce anche una valutazione quantitativa dell'attitudine di una azienda a ricompensare nel tempo quell'atteggiamento di speranza o ponderata stima e valutazione che le viene riconosciuta dal proprio azionariato. D'altro canto, almeno in linea teorica, l'investimento nelle azioni di un'impresa dovrebbe proprio essere ispirato all'attitudine della stessa di rifondere gli investitori mediante i dividendi (o utili) generati in  $n$  anni di tempo. Anni riassunti dal rapporto prezzo/utile (o dividendo) che fornisce una determinazione della grandezza di quanti anni il mercato si aspetta che l'investitore dovrà attendere per riuscire a recuperare la piena quantità di denaro investita con le cedole distribuite, senza tener conto dell'eventuale guadagno in conto capitale.

Il fatto che siano distribuiti più dividendi non deve allora, di per sé, essere considerato in un'ottica speculativa, ancorché i mercati tendenzialmente scontano con qualche periodo di anticipo nel valore del titolo l'importo del dividendo. Non a caso, nel giorno in cui la cedola è staccata, il titolo quota ex-cedola, epurato della parte concernente il dividendo distribuito.

Se l'erogazione di dividendi su base semestrale costituisce una realtà ancora poco diffusa in Italia e, invece, una prassi acclarata in altri stati come Gran Bretagna e Stati Uniti (dove sono addirittura trimestrali), dall'analisi si evince che il duplice dividendo annuo è applicato in particolare ad un certo segmento del mercato italiano, come i servizi di pubblica utilità (cosiddette *utilities*) ed il segmento energetico, che costituiscono il 75% tra le aziende italiane che erogano il dividendo per mezzo di un acconto e di un saldo finale.

È un po' più complicato adottare politiche di dividendo simili per altre realtà, probabilmente poiché le aziende che operano in tale direzione sono quelle che hanno raggiunto una certa maturità e affermazione sul mercato e sono solitamente inserite in un settore più stabile e meno soggetto ad elevate fluttuazioni tra un periodo e l'altro; ciò in funzione del fatto che non sono in una modalità orientata alla immediata e repentina crescita, di conseguenza non

hanno bisogno di reinvestire tutti i loro guadagni in azienda per finanziare lo sviluppo futuro. Tuttavia questo non significa che gli investitori non possano trovare aziende relativamente giovani che pagano dividendi.

La politica di staccare cedole su base semestrale da parte delle imprese italiane, come avviene per i titoli di stato (Btp o Cct), può trovare un'altra giustificazione nel fatto che è probabilmente uno sforzo di far avvicinare i risparmiatori, in particolare la categoria *retail*, al titolo societario. Questo concetto si può evincere dal fatto che nella storia dei dividendi delle società italiane che oggi erogano l'acconto e il saldo, non si è sostenuta sin dall'inizio tale politica, ma essa è subentrata solamente in seguito. In questo senso è presumibilmente interpretabile come una forma di illusione monetaria, una soggezione di natura più psicologica che reale per rendere maggiormente appetibile l'azione all'intero bacino dei risparmiatori. A livello italiano quindi, si potrebbe parlare verosimilmente di ragionamenti più di tipo commerciale, rispondenti alla pianificazione dei flussi finanziari del cliente. Mentre nei mercati più evoluti come quelli anglosassoni o statunitensi, in cui le quotate hanno per comprovata consuetudine l'erogazione del duplice dividendo, è interessante notare come fondi che investono in aziende con elevati flussi di cassa riescono a garantire capitali periodici ai clienti cassetisti, che cioè investono nei mercati azionari in un'ottica di medio-lungo termine. Oltretutto, in apparenza si potrebbe essere indotti a pensare che dividendi elargiti con una frequenza maggiore di una volta all'anno possano creare pressioni sulla gestione delle società quotate e, di conseguenza, sulla volatilità dei prezzi. Tuttavia, come espresso pocanzi, si tratta di un aspetto apparente con riferimento alle dinamiche dei prezzi, giacché quanto è distribuito è in qualche modo già incluso nella perdita di prezzo del titolo. L'unico fattore che può esercitare un livello espressivo di pressione deriva, invece, dalla diffusione trimestrale o semestrale dei dati di bilancio. Componente che esercita una vera tensione sui management delle società quotate, forzati ad attuare scelte finanziarie di breve termine, al posto di ragionare in maniera più pacata e libera da preoccupazioni su di un orizzonte più lontano, e quindi strategico. Ovviamente la predisposizione dei risultati e dei dividendi semestrali (o trimestrali) favoriscono la comprensione dell'andamento aziendale in termini di maggiore trasparenza e *disclosure*, ma tenderebbero ad indurre una condizione

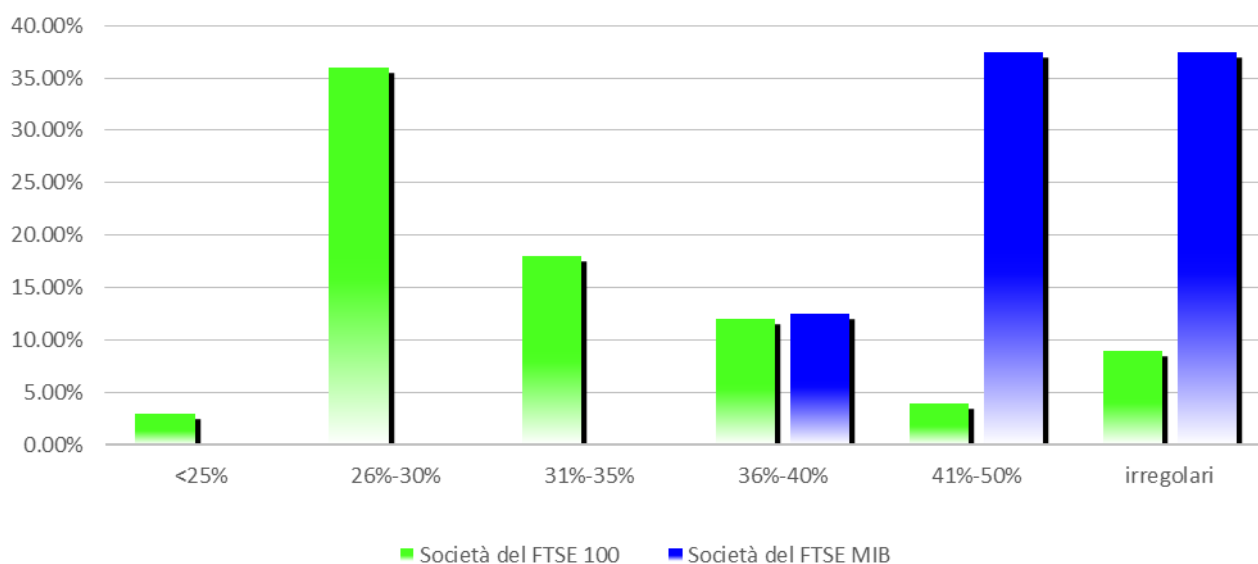
ansiosa sugli esiti di periodo e su chi deve conseguirli, determinando molto spesso reazioni nevrotiche sui prezzi azionari stravolgendo così l'essenza dell'investimento in azioni, che dovrebbe essere per definizione di medio-lungo periodo. In questo modo si tende a dare maggiore importanza a fattori accidentali, del momento, tralasciando molto spesso la forza del business in cui le aziende sono inserite, cosicché vi è una propensione a spostare troppo rapidamente le valutazioni sulle successioni di piani strategici delle società quando si valuta un trimestre piuttosto che l'anno nella sua interezza. Perciò le forti risposte in borsa si riscontrano nel momento in cui occorrono eventi inaspettati, come un valore di bilancio diverso dalle previsioni, non quando vi è una presumibile sicurezza che avvalora le stime, come nel caso di una programmazione semestrale dei dividendi. Per questo motivo quello che colpisce in proposito è la differenza che si riscontra proprio a livello di impostazione nella pianificazione del pagamento dei dividendi, in quanto dal campione analizzato si rileva che le quotate inglesi che erogano il duplice dividendo, hanno la tendenza a mantenere nel corso del tempo l'elargizione dell'acconto sempre pari ad un certo livello percentuale rispetto al totale annuo pagato, mentre a livello italiano si evidenziano anche casi che presentano un andamento altalenante nel rapporto acconto/dividendo totale da un anno all'altro<sup>97</sup>.

---

<sup>97</sup> A titolo esemplificativo nel decennio esaminato Enel dimostra una variazione del rapporto acconto/dividendo totale che varia da un minimo del 30% ad un massimo del 48%, mentre Mediolanum tra il 44% e il 56%.



Figura 4.2 Rapporto tra acconto e dividendo totale erogato



Fonte: elaborazione propria su dati Bloomberg

Il grafico soprastante (fig. 4.2) mette in luce la capacità delle imprese nel mantenere un certo andamento per quanto riguarda il pagamento dell'acconto rispetto al totale distribuito. Dall'analisi svolta si evince che il 70% delle imprese inglesi sono solite distribuire nel corso degli anni un acconto che non è mai superiore al 35% e, in accordo con ciò, osservando il terzo quartile si ritrova un valore pari a 34%. Le aziende italiane dimostrano invece un'elargizione dell'acconto ben più elevata che si attesta attorno al 40%-50% (in questo caso il primo quartile è pari a 44,5%, quindi già ampiamente al di là delle quotate al listino londinese, mentre il terzo quartile è pari a 47,75%).

Un altro aspetto particolarmente significativo affiora dalla categoria facente riferimento alle aziende irregolari, ossia imprese che non denotano un

consolidato andamento del rapporto attorno ad un attendibile valore medio, ma dimostrano di subire ampie fluttuazioni tra un anno e l'altro. Questo a riprova di una maggiore e migliore programmazione della politica dei dividendi da parte delle aziende del Regno Unito che si dimostra nel fatto che solo nove società su cento non dimostrano linearità in tale senso, mentre in ambito italiano la volatilità si attesta a quasi quaranta punti percentuali.

Questo risultato rimarca la distanza esistente in ambito internazionale nella frequenza con cui sono effettuati i *dividend payout*.

Si può porre l'accento che, tra le svariate teorie presentate nel capitolo precedente, la *prospect theory* unitamente agli elaborati della finanza comportamentale racchiudono vicendevolmente apprezzabili ipotesi a supporto della frequenza con cui gli investitori preferiscono ricevere i dividendi e (molto probabilmente) l'adattarsi a ciò da parte delle imprese.

La teoria del prospetto sostiene che la funzione di utilità degli investitori è concava nel dominio dei guadagni, mentre la *mental accounting* di Thaler decreta la difficoltà delle persone nel considerare e apprezzare il proprio patrimonio come un tutt'uno conducendo gli investitori a valutare in maniera distinta i propri guadagni e le proprie perdite. Tali argomentazioni consigliano che un agente economico consegue un maggior livello di soddisfazione da una successione di piccoli e numerosi pagamenti piuttosto che da un unico compenso cumulativo.

Questo modo di ragionare da parte degli investitori può influenzare la valutazione che sarà data al flusso di pagamenti, indicando che la frequenza con cui i dividendi saranno pagati avranno un impatto positivo sulla valutazione che gli investitori daranno al complesso della distribuzione di dividendi. Si conviene allora che nella misura in cui le cedole sono distribuite con cadenza reiterata nel corso dell'anno, gli investitori dovrebbero essere in grado di ratificare ogni singolo dividendo come un guadagno dissociato dagli altri, convogliando ad un più intenso livello di utilità totale rispetto al caso in cui la cedola fosse pagata in un'unica soluzione e identificata come un profitto isolato. Quindi, determinato il livello di *payout*, sussiste una stretta relazione tra la scelta della cadenza di pagamenti e la soddisfazione che è suscitata nell'azionariato.

### **4.3 La tutela dei diritti degli azionisti nei regimi giuridici di *civil law* e *common law***

La sussistenza di frequenze di pagamento differenti danno l'imbeccata per far emergere altri fattori al di là delle considerazioni sulle teorie appena esposte che influenzano le politiche di pagamento dei dividendi .

Uno di questi fattori potrebbe essere il regime giuridico in cui l'impresa è inserita e cui deve sottostare e l'impatto che la legge offre a tutela degli azionisti di minoranza. Alcuni studi evidenziano che le aziende presenti in ambienti legislativi che offrono una prestante tutela nei confronti degli investitori sono solite elargire maggiori dividendi, dacché gli azionisti riescono ad esercitare una maggiore pressione sul management per liberare maggiori *cash flow*, precludendo così la possibilità di utilizzi non consoni degli stessi da parte degli amministratori.

Su queste basi si è analizzata la tutela degli azionisti, in particolare quelli di minoranza, nei regimi giuridici di Regno Unito e Italia, che rappresentano l'esplicazione massima di due ordinamenti giuridici totalmente differenti per impostazione e sviluppo.

La tematica della difesa dei diritti dei soci assume specifico rilievo con riferimento alle società quotate (cosiddette *public companies* stando alla terminologia anglosassone), ovvero società ad azionariato diffuso, la cui peculiarità è una chiara disgiunzione tra la moltitudine di azionisti che compongono l'assetto della proprietà, e l'amministrazione ed il governo aziendale, nelle mani della compagine manageriale. La dissociazione tra il diritto di proprietà e l'esercizio del controllo è una anomalia che contraddice con uno dei principali fondamenti dell'ordinamento contrattualistico: l'assegnazione del rischio decisionale a chi dispone della facoltà decisionale.

Ciò che accade nelle società quotate (e nella quasi totalità delle società per azioni), in particolar modo di stampo anglosassone, è che gli azionisti sono una pluralità, e non sempre formano un insieme forte di una coesione di intenti, ma anzi si può verificare un certo squilibrio di potere decisionale dovuto al fatto che una parte di essi, cioè la maggioranza, controlla l'assemblea, mentre la fazione residua non ha competenza. Così la relazione tra potere e rischio

verrebbe meno, in quanto la sola maggioranza vedrebbe soddisfatta l'equazione, mentre la minoranza dovrebbe piegarsi a quanto imposto.

In sistemi di *corporate governance* sviluppati su una matrice di questo tipo, si può quindi notare, che il pericolo di assistere a conflitti di interesse sia tutt'altro che allontanato; è innegabile la presenza del rischio che accompagna i soggetti preposti ad amministrare nel volgere le proprie scelte solamente sulla base dei moniti impartiti dalla maggioranza, ma può anche ravvisarsi in *extrema ratio* il perseguimento di interessi personali.

Per evitare una conduzione inadeguata da parte del management, i sistemi giuridici di maggiore rilievo confacenti tanto alla *civil law* quanto alla *common law* hanno predisposto l'istituto dell'azione sociale di responsabilità. Differentemente da quanto previsto nell'ordinamento italiano, il diritto societario inglese, così come recentemente riformato dal *Companies Act 2006*<sup>98</sup>, prevede la possibilità per il singolo azionista di avviare, per conto della società, l'azione sociale di responsabilità.

L'essenza della *derivative action* concede la possibilità ad uno o più azionisti della società, previa autorizzazione giudiziaria, di poter adire le vie legali contro gli amministratori per la tutela della società stessa, senza l'obbligatorietà di avviare anticipatamente un rapporto di unità di intenti con altri soci.

L'autorità giudiziaria, nel rispetto del dettato legislativo, deve comunque basare il proprio pronunciamento sulla base del rispetto di tutte le parti coinvolte, ovvero non dando adito al perseguimento, da parte del singolo azionista o del gruppo di azionisti intentante il perseguimento di tale istituto, di azioni che potrebbero essere inquadrabili in un contesto più ampio di pretestuosità celandone le reali intenzioni, finanche intimidatorie dirette unicamente ad interrompere l'attività aziendale, causando difficoltà nell'esecuzione del proprio operato da parte dei manager.

Questa presa di posizione da parte del legislatore inglese nei confronti della protezione del singolo socio attuata per mezzo dalla *derivative action* ha costituito un'importante deroga ai capisaldi che stanno alla base del regime di *common law*, i quali prevedono che il management sia interpellato per dar

---

<sup>98</sup> Legge entrata in vigore il primo novembre 2009 e che sostituisce i precedenti *Companies Act* risalenti al 1985 e 1989.

spiegazioni del proprio operato solamente nei riguardi della società, in questo senso da interpretare come l'insieme degli azionisti, e che le condotte ravvisate come non consone possano essere comunque omologate dalla maggioranza, a danno della protezione delle partecipazioni della minoranza, o del singolo socio.

Sebbene la normativa in questione tenti di arginare il fenomeno del conflitto di interessi tra socio e il management aziendale, da un lato i cospicui costi da sostenere correlati all'avvio dell'iter giudiziario, e dall'altra le importanti ripercussioni che potrebbero riverberarsi sull'operatività dei manager e conseguentemente sull'andamento dell'azienda, potrebbero portare a prediligere distinte intese, o patteggiamenti, tra azionariato di minoranza e management (espressione del gruppo di controllo), o tra gli azionisti di minoranza e quelli di maggioranza.

Per quanto concerne il frangente della legislazione italiana, le norme volte a disciplinare la mallevaria delle partecipazioni che potrebbero subire pregiudizio dall'inadempienza della dirigenza societaria, si rifanno principalmente agli articoli 2393 e 2393-bis del codice civile<sup>99</sup>.

Le azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori si sviluppano seguendo una tripartizione che opera nelle direzioni di tutela nei confronti: della società, dei creditori sociali e infine dei singoli soci.

Ai sensi dell'art. 2393 del Codice Civile si precisa che deve essere l'assemblea ordinaria dei soci a disporre l'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, anche nella fattispecie in cui la società sia in liquidazione, e la stessa delibera può essere oggetto di conferma anche se non trova esplicita indicazione tra gli argomenti in discussione presentati all'ordine del giorno in occasione dell'approvazione del bilancio d'esercizio. La disposizione dell'azione di responsabilità conduce alla revoca dalla carica degli amministratori contro cui è stata proposta, a condizione che l'approvazione sia espressione di almeno un quinto del capitale sociale.

La predisposizione che l'istituto dell'azione sociale di responsabilità debba trovare l'assenso assembleare non è garanzia di piena tutela nei confronti dei soci di minoranza, poiché la decisione se avallare o meno tale ingiunzione è nel concreto nelle mani del gruppo di controllo, che tra l'altro è l'artefice principale della nomina degli stessi amministratori. Logica

---

<sup>99</sup> Così novellati dalla riforma del diritto societario del 2003.

conseguenza è che difficilmente parte della maggioranza deciderà di agire in giudizio contro coloro che sono stati dalla stessa incaricati, a meno che non si ricada nell'ipotesi di cambiamento della maggioranza della compagine sociale, nel tal caso si aprirebbero nuovi scenari, oppure nel caso in cui si sia eroso il rapporto fiduciario che sta alla base di questo particolare contratto d'agenzia.

Una parziale attenuazione deriva dalla presenza del collegio sindacale il quale ha la stessa possibilità di esperire tale istituto; tuttavia è da porre l'accento che questo organo di sorveglianza è altresì espressione del gruppo di controllo.

Una forma di protezione indiretta e circoscritta concessa alle minoranze si evince dalle disposizioni del quinto comma dell'articolo 2393, in base al quale la società può rinunciare all'esercizio dell'azione di responsabilità e può transigere con gli amministratori. Le due eventualità possono aver seguito solamente al ricorrere di determinati requisiti identificabili nell'espressa disposizione dell'assemblea, e in secondo luogo, ma congiuntamente al primo, che non vi sia il parere contrario di una minoranza qualificata rappresentante un minimo del venti per cento del capitale sociale, ovvero il cinque per cento (o la minor quota stabilita dallo statuto societario) se la società in questione fa ricorso al mercato del capitale di rischio, è cioè quotata.

Un'azione protettiva di maggiore spessore e incisione a supporto dell'azionariato di minoranza è rinvenibile nel dettato dell'articolo 2393-bis, il cui regime decreta che l'istituto di cui si è fin qui trattato può essere istruito anche da tanti azionisti che configurano quantomeno un quinto del capitale sociale o la diversa misura prevista nello statuto che in ogni caso non deve mai superare la soglia del terzo. Per le aziende quotate in mercati regolamentati che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, invece, il livello è fissato in numero di soci che nel loro complesso rappresentino un quarantesimo del capitale sociale (o la minor soglia prefissata dallo statuto, in nessun caso può essere maggiore a quanto imposto dalla norma). L'azione esperita dalla minoranza nei confronti dell'amministrazione per chiedere la rifusione dei danni in quanto parte lesa, non agisce in via diretta nei loro confronti come singoli soci intentanti causa, ma si sviluppa a beneficio dell'intera società poiché diviene attrice litisconsorte essenziale della citazione avviata dalla minoranza.

La costituzione di questi quorum per la validità delle deliberazioni dell'organo collegiale sono da rinvenirsi nella ratio del legislatore italiano di voler evitare l'intento, da parte di un gruppo minoritario privo di un interesse effettivo, di porre in atto azioni giudiziarie di disturbo qualificabili come cavillose o ricattatorie nei confronti del management, ma al tempo stesso permette all'azionariato di minoranza, ed in particolar modo agli azionisti che presentano una certa continuità partecipativa, quali quelli istituzionali, di trovare un principio che li tuteli direttamente senza farli soccombere all'eventuale condizione di immobilità ed inerzia che potrebbe ravvisarsi da parte della compagine di comando. Anche nel contesto italiano, come in quello inglese, a respingere i tentativi poco più che velleitari di indire un'azione sociale di responsabilità entrano prepotentemente in gioco come elementi dissuasori le spese stesse derivanti dalla causa innanzitutto, e più di ogni altra cosa il fatto che l'eventualità di un risoluzione favorevole spetti alla società dovrebbe rappresentare un impedimento, perlomeno psicologico e morale, idoneo a scongiurare il sopraggiungere di sproporzionati alterchi tra azionisti.

Stante quanto appena espresso ed in base a quanto precedentemente dimostrato in sede di frequenza distributiva dei dividendi, si potrebbe inferire che gli azionisti che hanno investito nelle imprese tenute al rispetto del regime di *common law* ricevono i loro dividendi, in media, due volte più frequentemente di quelli dei paesi di *civil law*.

La spiegazione di questo deriva dal fatto che i regimi di *common law* forniscono una più ampia protezione agli investitori, anche quelli più piccoli, rispetto ai regimi di *civil law*, cosicché gli investitori sono maggiormente predisposti a forzare la domanda per dividendi elevati. Invece, le società tenute al rispetto dei sistemi di diritto civile non fronteggiano tale domanda da parte dell'azionariato, e conseguentemente sono in maggior misura nelle condizioni di non prendere in considerazione le loro preferenze per migliori pagamenti.

## 4.4 Predisposizione di politiche alternative

Un altro aspetto che merita di essere preso in considerazione riguarda il programma di reinvestimento dei dividendi, il cosiddetto *dividend reinvestment plan* (DRIP), proposto da alcune società.

Le società che offrono questo piano concedono una particolare opportunità strategica di investimento ai propri azionisti, permettendo loro di investire automaticamente i dividendi che sono stati pagati nell'acquisto di ulteriori azioni della società stessa dal mercato, semplicemente sottoscrivendo un apposito modulo di conferma. Solitamente agli azionisti che decidono di aderire a quest'offerta non sono richieste ulteriori commissioni di intermediazione per l'acquisizione delle nuove azioni nell'ambito del DRIP.

Esistono due differenti tipologie di piani di reinvestimento dei dividendi: il *synthetic* DRIP ed il *traditional* DRIP. Il primo non è un piano prestabilito da un'azienda quotata, ma è un servizio offerto da società di brokeraggio ed usualmente richiede un ammontare investito non irrilevante, poiché è previsto che il dividendo ricevuto debba essere perlomeno sufficiente ad acquistare un'azione intera, altrimenti verrà pagato come da prassi in forma liquida. Molti di questi intermediari finanziari offrono il DRIP come un servizio a costo zero, senza commissioni, ma bisogna tenere a mente che è una strategia derivata, nel senso che è attuata poiché la società quotata di riferimento non ha previsto un proprio piano in tal senso, e quindi per i soggetti che vogliono perseguire ugualmente un programma di reinvestimento dei dividendi si palesa come la soluzione ottimale. Gli intermediari che mettono a disposizione un servizio del genere permettono agli investitori di poter virtualmente sviluppare dei DRIP con qualsiasi società quotata.

All'opposto, con il secondo (*traditional* DRIP) si fa riferimento al piano di reinvestimento offerto direttamente dalla società quotata, interpretabile come un'alternativa concessa al proprio azionariato di reinvestire un ammontare variabile nella società stessa, in particolare per le categorie che fanno un investimento azionario di lungo termine e non speculativo. L'azienda opera per mezzo di intermediari finanziari qualificati, banche d'investimento e società



fiduciarie, che svolgono il ruolo di agenti di trasferimento nell'esecuzione del programma; tre sono le principali funzioni svolte da questi operatori:

- 1) emissione ed annullamento dei certificati per riflettere i cambiamenti della proprietà. Ad esempio quando una società dichiara un dividendo in azioni o un frazionamento azionario il *transfer agent* emette nuove azioni;
- 2) agiscono come intermediari per l'azienda, prestando servizio anche per il pagamento di interessi (nel caso di obbligazioni) e dividendi (per le azioni);
- 3) tengono un registro degli azionisti e degli obbligazionisti e di come queste azioni ed obbligazioni sono detenute.

Attraverso questi mediatori è possibile sottoscrivere il programma e reinvestire i dividendi per acquistare nel mercato azioni intere, ed in alcuni casi eccezionali, se previsto, anche frazioni di azioni<sup>100</sup> (se l'importo del dividendo è inferiore al valore del titolo). Nello sviluppare questo programma alcune aziende concedono sconti nel prezzo di acquisto che può variare in genere nell'ordine massimo cinque punti percentuali. Per sottoscrivere il DRIP nella maggioranza dei casi è necessario rientrare nella categoria degli azionisti registrati, *registered shareholder*, i quali si distinguono dai *nominee shareholder*, proprietari apparenti. Questi ultimi sono delle persone fisiche o giuridiche cui viene concessa la responsabilità di detenere titoli per conto del proprietario effettivo. Un azionista di questo tipo è responsabile nei confronti del proprietario per come le attività sono gestite, con i termini di tale responsabilità definiti in un accordo di custodia. Nell'ambito delle sue competenze il *nominee shareholder* è inserito nel registro degli azionisti della società emittente, e si palesa al pubblico come il proprietario registrato di tali azioni sebbene il reale beneficiario sia un altro soggetto, il quale può, tra le altre cose, godere di un completo anonimato in relazione al possesso di azioni di una determinata società.

Gli investitori che detengono azioni per il tramite di un broker, di una banca d'investimento o di altri intestatari cui hanno dato procura per la gestione del proprio portafoglio titoli, possono contattarli richiedendo che le loro azioni

---

<sup>100</sup> Una quota del patrimonio di una società che è inferiore al valore di una azione intesa come unità. Generalmente le frazioni di azioni si hanno in corrispondenza di *stock split* e giustappunto dei DRIP.

siano iscritte al DRIP. Tuttavia gli azionisti beneficiari, dovrebbero essere consapevoli del fatto che alcuni intermediari finanziari potrebbero non consentire loro la partecipazione a piani di reinvestimento, ed in alcuni casi potrebbero reinvestire i dividendi percepiti con l'acquisto di ulteriori titoli sul mercato aperto, non permettendo ai reali proprietari di usufruire del potenziale sconto offerto nell'ambito del DRIP per acquistare le azioni dell'azienda emittente il piano. In alternativa un *beneficial shareholder* può richiedere che le azioni vengano trattate in nome proprio in luogo del *nominee* così da avere la possibilità di iscriversi in modo autonomo e diretto al programma di reinvestimento in quanto azionista registrato.

Gli azionisti che invece sono titolari di un certificato che rilevi la titolarità delle loro azioni sono definiti *registered shareholder* e possono sottoscrivere direttamente il DRIP.

I benefici che riceve un investitore da un *dividend reinvestment plan* sono:

- 1) limitate commissioni, data la mancanza di necessità di un intermediario che favorisca il trading; fattore che rende il DRIP particolarmente appetibile anche ai piccoli investitori *retail*;
- 2) la flessibilità, poiché non vi è un ammontare minimo prefissato possono essere reinvestite somme piccole o grandi a seconda della volontà di ciascun sottoscrittore;
- 3) in molti casi usano il *dollar cost averaging*: una strategia di investimento che permette di ridurre l'impatto della volatilità del prezzo nell'acquisto di asset finanziari;
- 4) alcuni permettono di investire capitale addizionale (*optional cash purchase*).

Il fatto che l'investitore non abbia il pieno controllo sul momento in cui i dividendi saranno utilizzati per acquistare le nuove azioni rappresenta l'unico aspetto negativo, considerato che potrebbero essere acquisite in periodi sub-ottimali, ma è altresì vero il viceversa. Combinando assieme questi aspetti si può comprendere che il costo di queste azioni per un investitore è apprezzabilmente inferiore rispetto ad una operazione similare condotta al di fuori del programma proposto.

I benefici tuttavia non sono unidirezionali nel senso che si rivolgono solo alla compagine azionaria, bensì vi sono ripercussioni positive anche nei confronti della società proponente il DRIP. Per l'azienda il vantaggio derivante da questo piano è rintracciabile nel fornire un accesso al capitale a basso costo; infatti acquistando autonomamente il titolo nel mercato aperto si contratta con un altro investitore, senza fornire alcun vantaggio diretto all'impresa. Con il piano di reinvestimento le azioni scambiate appartengono all'impresa ed il ricavato dell'operazione è direttamente reinvestito nella stessa. Un altro punto di forza che incoraggia le imprese ad offrire questo prodotto è la relativa stabilità che induce nella base azionaria che ha uno stile di investimento di medio-lungo periodo.

Sebbene i dividendi in azioni costituiscano un'eventualità di *payout* per certi versi isolata nel quadro generale delle politiche adottate dalle società quotate in mercati regolamentati, solitamente riguardante contesti in cui si verifica una tensione di liquidità, in talune realtà costituiscono invece delle consolidate opzioni alternative che l'azienda mette a disposizione delle compagini azionarie in luogo di dividendi in denaro. Gli investitori possono allora acquisire un maggior numero di azioni della società sottoscrivendo il programma intitolato *scrip dividend scheme*, che permetterà loro di ricevere azioni di nuova emissione, invece di dividendi in contanti, aumentando la partecipazione nell'azienda. Allo stesso tempo la società conserva un *free cash flow* aggiuntivo che potrà utilizzare reinvestendolo nel business stesso.

Quindi ciascun azionista che sottoscrive il programma ha il diritto di ottenere un numero di nuove azioni che nel complesso sia pari, ma non superiore, al valore dell'importo del dividendo in contanti cui ha deciso di rinunciare. Di conseguenza il numero di nuove azioni che saranno erogate ai sottoscrittori dello *scrip dividend* dipendono da:

- 1) l'ammontare del dividendo in contanti;
- 2) il numero di azioni detenute a nome dell'azionista;
- 3) il prezzo utilizzato per il calcolo delle nuove azioni<sup>101</sup>.

---

<sup>101</sup> Solitamente coincide con la media delle quotazioni di mercato di un'azione ordinaria in un arco di tempo prefissato.

A titolo esemplificativo supponiamo che il consiglio d'amministrazione di una società deliberi la distribuzione di un dividendo in contanti pari a 0,11€ per azione. Allo stesso tempo il numero di titoli azionari detenuti da un investitore è pari a 100 ed il prezzo determinato per effettuare il calcolo dell'emissione di nuove azioni è di 3€ per azione.

A fronte di queste ipotesi il valore in contanti cui complessivamente rinuncia il sottoscrittore è pari a:

$$0,11 \text{ €/azione} \times 100 \text{ azioni} = 11 \text{ €}$$

mentre il numero di nuove azioni cui avrebbe diritto risulta:

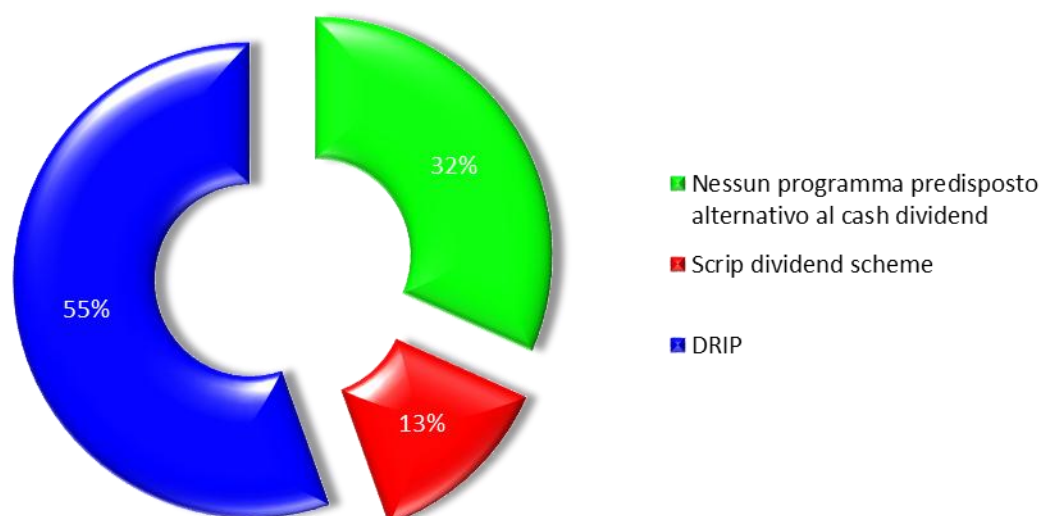
$$11 \text{ €} \div 3 \text{ €/nuova azione} = 3,66 \text{ nuove azioni}$$

Le azioni che saranno assegnate saranno pari a tre, per un controvalore totale di nove euro; i due euro rimanenti assommeranno al prossimo pagamento.

L'azionista che decide una tale operazione ha il vantaggio di acquistare più azioni dell'impresa senza la necessità di pagare costi di intermediazione o altre imposte perché le azioni non sono acquisite sul mercato aperto, essendo di nuova emissione da parte della società. La differenza sostanziale tra il DRIP e lo *scrip dividend* è da rinvenirsi proprio nel fatto che il primo fornisce ai sottoscrittori azioni aggiuntive procurate nel mercato azionario cosicché il numero di titoli esistenti della società in questione non cambia, mentre col secondo si ricevono i dividendi sotto forma di azioni di nuova emissione.

Se nell'ambito delle società quotate al FTSE MIB non risulta per alcuna azienda la predisposizione di programmi di reinvestimento di dividendi, né tantomeno l'inclinazione a concedere la possibilità di pagamenti in azioni, lo stesso non si può dire accada per le quotate al principale listino del London Stock Exchange, come espresso dal grafico riportato in seguito (fig. 4.3).

Figura 4.3 Politiche di payout proposte dalle società del FTSE 100



Fonte: elaborazione propria su dati forniti dalla sezione *investor relation* delle società

Ad essere in rilievo è che poco più dei due terzi delle cento società quotate dimostrano di avere una politica di *payout* alternativa da offrire come possibile scelta ai propri investitori, mentre solamente trentadue aziende si limitano ad erogare il dividendo in contanti, sulla stregua di quanto avviene nel listino milanese. Una prima interpretazione è riconducibile al fatto che, per la loro natura, questi piani opzionali incoraggiano investimenti di lungo periodo in luogo di un attivo e continuo *trading* sul titolo stesso, in modo tale il management potrebbe cercare di ottenere un'influenza stabilizzante sul prezzo azionario. Se tuttavia si considera che gli *scrip dividend* ed i *dividend reinvestment plan* offrono più o meno le stesse prestazioni dei dividendi in azioni, offrendo queste alternative le aziende sono in grado di mantenere liquidità senza alterare la politica di *payout*; da qui deriva una seconda chiave di lettura che si staglia in linea con parte della letteratura presentata nel

precedente capitolo, per cui queste politiche alternative possono trovare motivazione e giustificazione nel risparmio fiscale e soprattutto nel tentativo di fornire una segnalazione al mercato ed in particolare agli investitori di fiducia nell'operato della società e della sua capacità di crescere e creare valore.

#### **4.5 L'evidenza delle politiche di *payout* a livello di settore**

Le società ed i rispettivi titoli sono spesso classificati sulla base del settore di appartenenza, e ciò si rivela molto utile per effettuare dei confronti prudenti e controllati, senza incorrere nel rischio di comparare aziende che riflettono dinamiche di mercato completamente differenti e peculiari del proprio settore di appartenenza. Così facendo è possibile ostentare una certa sicurezza sul fatto che il confronto sia eseguito tra compagini societarie fra loro omogenee per ambito operativo e che quindi, presumibilmente, subiscono impatti simili per quanto concerne i diversi fattori che entrano in gioco. D'altro canto prendere in considerazione ciascuna singola società non avrebbe granché senso poiché, in primo luogo ognuna ha delle proprie specificità che ne contraddistinguono il *modus operandi*, ed in secondo luogo si snaturerebbe la ricerca stessa di evidenziare la possibile presenza di analogie nelle politiche adottate, che risaltano maggiormente in una visione plurale, poiché molto spesso i titoli azionari inclusi in uno stesso settore tendono a seguire uno stesso andamento, muovendosi come un gruppo a seconda del contesto economico. Per quest'ordine di motivi la parte seguente svolge un confronto incentrato sui settori di appartenenza delle società costituenti gli indici oggetto di indagine.

A livello internazionale esistono due principali schemi di classificazione settoriale per le società: il GICS, *Global Industry Classification Standard*, e l'ICB, *Industry Classification Benchmark*. I due sono stati predisposti rispettivamente dalla società statunitense fornitrice di servizi finanziari MSCI (Morgan Stanley Capital International) congiuntamente a Standard & Poor's il primo, mentre il secondo dal Dow Jones assieme al FTSE. Come si nota dalla

tabella sottostante (tab. 4.1) i due schemi ricalcano le stesse disposizioni settoriali, mentre si evidenziano alcune difformità solo in successive e più dettagliate suddivisioni.

**Tabella 4.1 Suddivisione dei listini borsistici per settori**

<b>Settore</b>	<b>GICS</b>	<b>ICB</b>	<b>FTSE MIB*</b>	<b>FTSE 100*</b>
Communication	✓	✓	3,96% (2)	8,80% (7)
Consumer discretionary	✓		13,03% (9)	7,62% (20)
Consumer goods		✓		
Consumer staples	✓		0,88% (1)	16,14% (12)
Consumer services		✓		
Energy	✓	✓	17,61% (2)	18,58% (8)
Financials	✓	✓	32,3% (13)	21,45% (22)
Health care	✓	✓		9,31% (4)
Industrials	✓	✓	8,65% (5)	4,04% (10)
Materials	✓	✓	5,63% (2)	8,15% (10)
Technology	✓	✓	1,42% (1)	1,73% (3)
Utilities	✓	✓	16,52% (5)	4,17% (5)

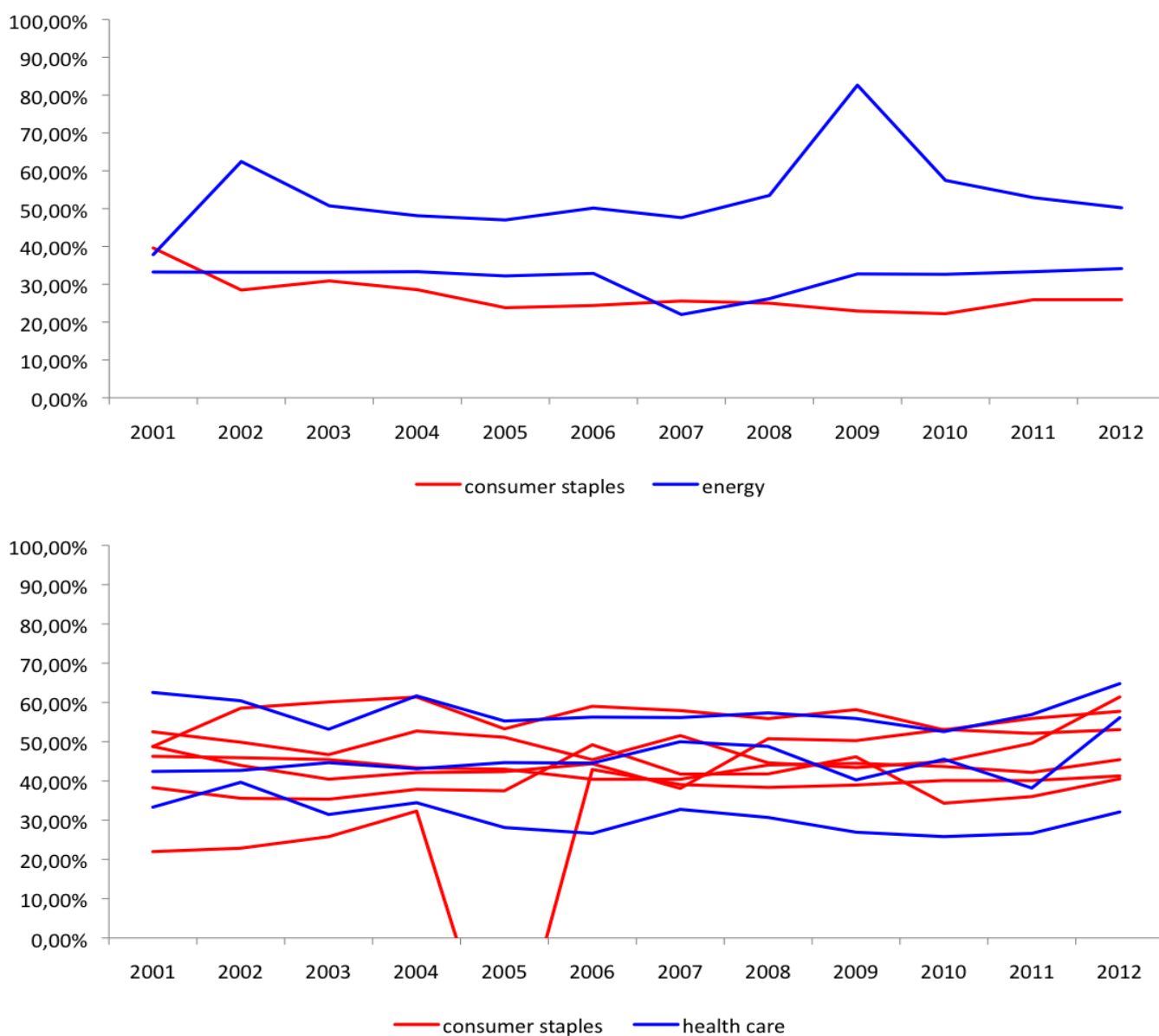
\*Nell'ordine di lettura si riportano rispettivamente il peso percentuale del settore sul totale dell'indice, mentre tra parentesi il numero di società quotate componenti il settore stesso.

**Fonte: elaborazione propria su dati Bloomberg**

Dall'analisi dell'andamento di un indicatore fondamentale quale il *dividend payout ratio* (o DPR), ossia il rapporto tra il dividendo pagato agli azionisti dalla società e gli utili conseguiti dalla stessa, si nota che in entrambi i paesi solamente in due settori si verifica in modo sostenuto una certa linearità nel perseguimento di una filosofia di *dividend payout* incentrata sulla costanza

del DPR. Come si può apprezzare dai grafici sottostanti (fig. 4.4), in ambito italiano ciò si palesa nei settori riguardanti il comparto dell'energia ed il comparto dei prodotti di prima necessità, consumi basilari come alimentari e bevande. Quest'ultimo rientra anche nella sfera inerente la situazione inglese, che vede l'altro posto occupato non dal settore energetico, bensì dal settore riguardante il servizio e l'assistenza sanitaria.

**Figura 4.4** Grafici illustranti *dividend payout ratio* costanti per alcuni settori del FTSE MIB (in alto) e del FTSE 100 (in basso)



Fonte: elaborazione propria su dati Bloomberg

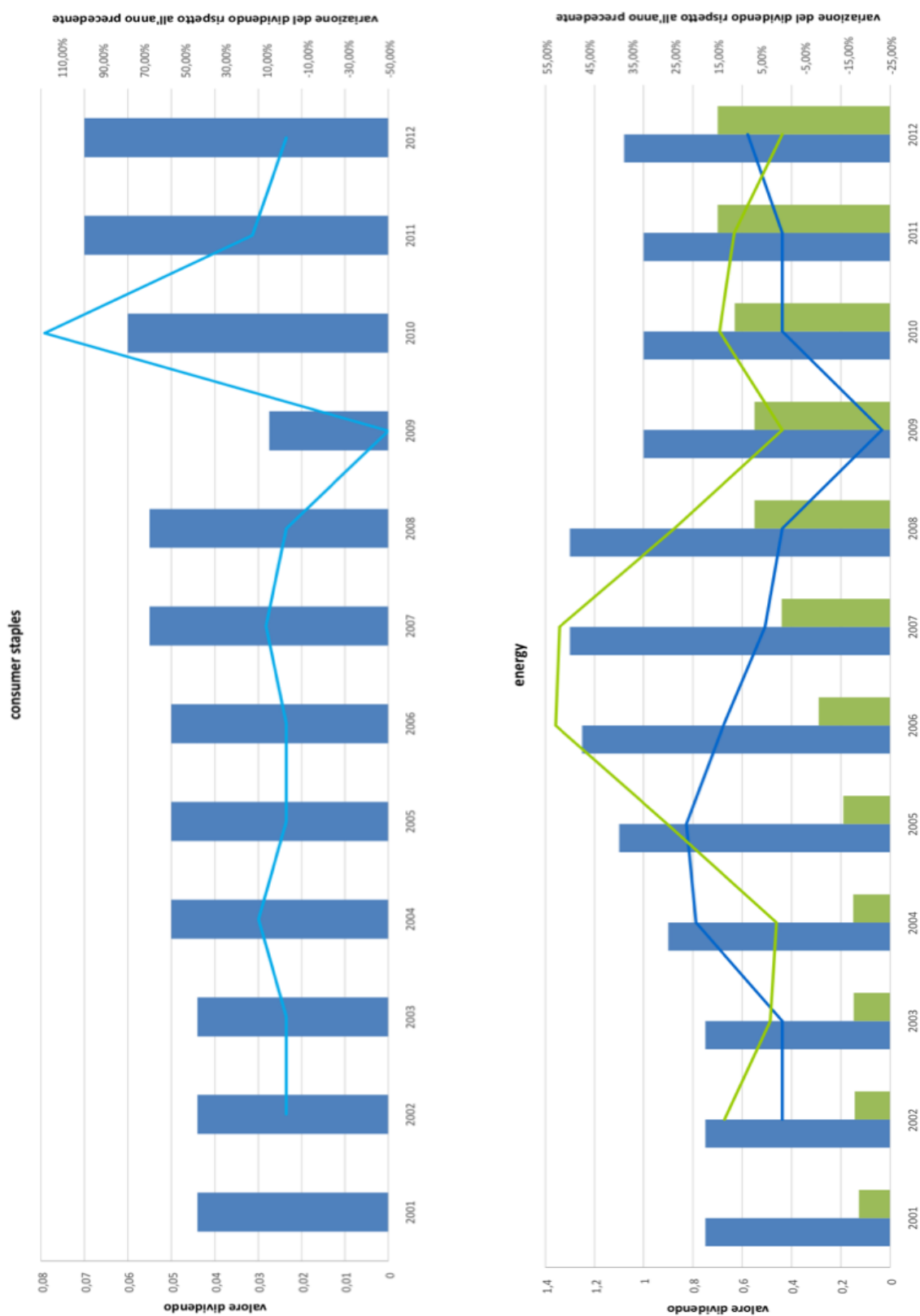


Ancorché in ambedue le situazioni sussistano dei dati da considerare come *outlier*, è indubbia una regolarità complessiva di comportamento da parte di queste società. Una prima spiegazione deriva dal fatto che tutti e tre i settori cui si sta facendo riferimento comprendono aziende appartenenti all'insieme delle cosiddette *defensive stock*, titoli difensivi o non ciclici. Un'azione di questo genere è un'azione in cui la crescita del profitto, e di conseguenza il prezzo di mercato, hanno una bassa correlazione con l'andamento macroeconomico e quindi sono indipendenti dallo stato del mercato azionario globale; questo significa che se da un lato tali titoli potrebbero tendere ad ignorare fasi espansive del mercato tendendo a sottoperformare rispetto allo stesso, dovrebbe essere altrettanto veritiero che essi generalmente sono in grado di resistere meglio di titoli appartenenti ad altri settori durante fasi di congiuntura negativa, sovraperformando il mercato. Una prova di ciò è l'evidenza fornita dai grafici seguenti (fig. 4.5 e fig. 4.6) in cui si può notare che nonostante la crisi finanziaria scoppiata nella seconda metà del 2007, cui ha fatto seguito una forte recessione (che ha investito entrambe le nazioni considerate), le cui ripercussioni si sono manifestate in tempi non sempre uguali, le quotazioni di questi settori hanno continuato a distribuire dividendi senza mai azzerarli, come invece si riscontra in molte altre aziende di settori diversi e, ad eccezione di alcuni singoli casi in cui si è optato per un aggiustamento ribassista limitatamente all'anno d'impatto, le *dividend policy* adottate hanno avuto un andamento complessivamente crescente di quanto erogato tra un anno e l'altro, dimostrando di non aver subito ripercussioni negli anni seguenti la crisi e riuscendo a continuare la filosofia distributiva che li ha contraddistinti precedentemente.

Queste evidenze empiriche possono ritrovare supporto in una certa parte della letteratura, in particolare con la concezione della stabilizzazione dei dividendi teorizzata da Lintner e descritta nel precedente capitolo. Infatti, come per il modello in questione, i risultati descritti denotano l'esistenza di un obiettivo di *payout ratio* di medio-lungo periodo cui le società di alcuni settori si attengono, che delinea come una modificazione degli utili comporta analoghe variazioni dei dividendi distribuiti, garantendo una certa costanza al rapporto dividendo/utili. Se è comunque vero che a fronte di una variazione degli utili i manager potrebbero essere refrattari nel sottoporre nell'immediato un

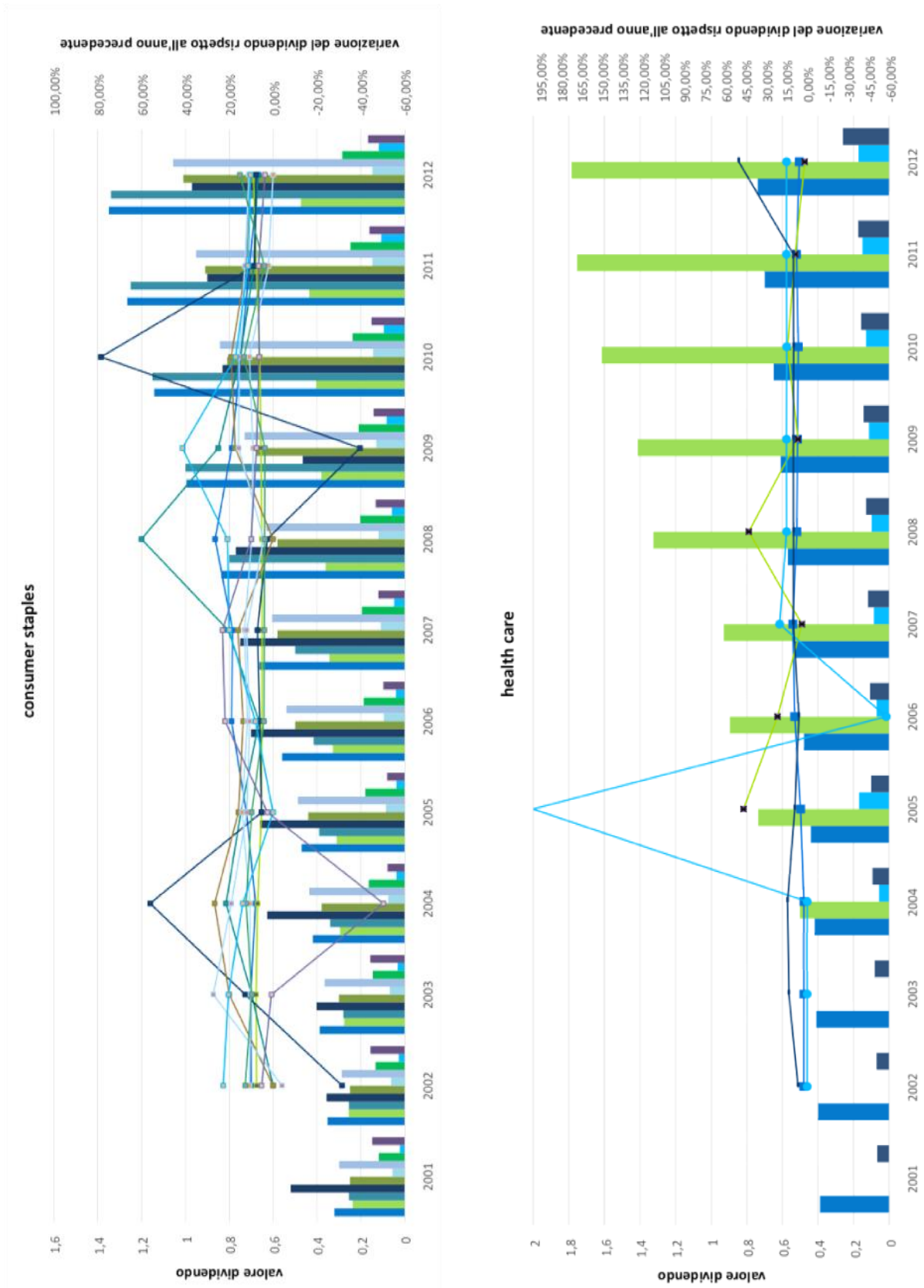
intervento correttivo dell'ammontare delle cedole staccate, è altresì vero che le imprese tendono ad aumentare i dividendi nel momento in cui percepiscono che i guadagni sono aumentati in modo permanente. Ciò suggerisce che gli aumenti dei dividendi implicano il raggiungimento di livelli di utili sostenibili nel medio-lungo periodo. Questa congettura è oltretutto conforme a ciò che è noto come ipotesi di *dividend-smoothing*, ossia il tentativo da parte del management di adottare una *policy* che cerchi di livellare i dividendi nel tempo e non fare un sostanziale aumento nella loro distribuzione, a meno che, come appena espresso, non sussistano i reali presupposti per ostentare una certa sicurezza nel mantenere l'aumento anche nell'immediato futuro e non dover operare successive correzioni al ribasso, inviando un segnale che, in aggiunta, sarebbe interpretato negativamente dal mercato. L'emergere di queste evidenze nel campione osservato è verosimilmente da imputare proprio all'appartenenza a settori fortemente ciclici, che permettono al *board* di controllo di sviluppare la strategia aziendale in modo più dettagliato e conseguentemente consente di programmare con maggiori e migliori gradi di profondità i piani industriali in modo tale da poter prendere decisioni che siano giudicate come ottimali e con elevate probabilità di vederle rispettate, in funzione della loro capacità di avvicinare l'attività produttiva agli obiettivi nei quali si traducono i fini societari. Se unitamente a ciò si prende in considerazione il concetto del ciclo di vita dell'impresa, si può notare che queste società non sono in una condizione di rapida espansione, ma quasi tutte si avvicinano alla fase di maturità, per cui grazie ad un livello di collocazione particolarmente rafforzato sul mercato possono generare utili ad un flusso stabile e regolare, in misura sostanzialmente svincolata dalla congiuntura economica.

Figura 4.5 Grafici illustranti l'andamento dei dividendi erogati in termini nominali, e come variazione tra l'anno  $n$  e l'anno  $n-1$  delle aziende del settore *consumer staples* ed energetico del FTSE MIB



Fonte: elaborazione propria su dati Bloomberg

Figura 4.6 Grafici illustranti l'andamento dei dividendi erogati in termini nominali, e come variazione tra l'anno  $n$  e l'anno  $n-1$  delle aziende del settore *consumer staples* e *health care* del FTSE 100



Fonte: elaborazione propria su dati Bloomberg

Un'ulteriore spiegazione al fatto che le società del comparto energetico italiano evidenzino una costanza nel DPR è probabilmente da imputare alla struttura di cui si compone il loro azionariato. Infatti, in esse la quota di controllo è detenuta (direttamente o indirettamente) dal ministero dell'economia e delle finanze, che essendo un investitore istituzionale pubblico preferisce ottenere rendimenti da dividendi in luogo di plusvalenze in conto capitale. Ciò trova giustificazione nella considerazione che se lo stato investe per controllare una società, questa ha presumibilmente un valore strategico per l'intera nazione, di conseguenza difficilmente saranno ridotte le quote di partecipazione in una società considerata strategica (altrimenti non vi sarebbe stato investimento) per ottenere *capital gain*, ma si cercheranno piuttosto dei rendimenti costanti da dividendi in modo da poter far affidamento su un *cash flow* addizionale da poter poi reimpiegare dal settore pubblico e mantenere al contempo il controllo aziendale.

Per concludere l'osservazione sull'insieme delle *defensive stock*, per quanto concerne, invece, i settori *utilities* e *communication*, unitamente al settore energetico inglese, non si evidenzia nessun trend di rilievo tale da poter asserire l'esistenza di una evidente regola nella politica distributiva.

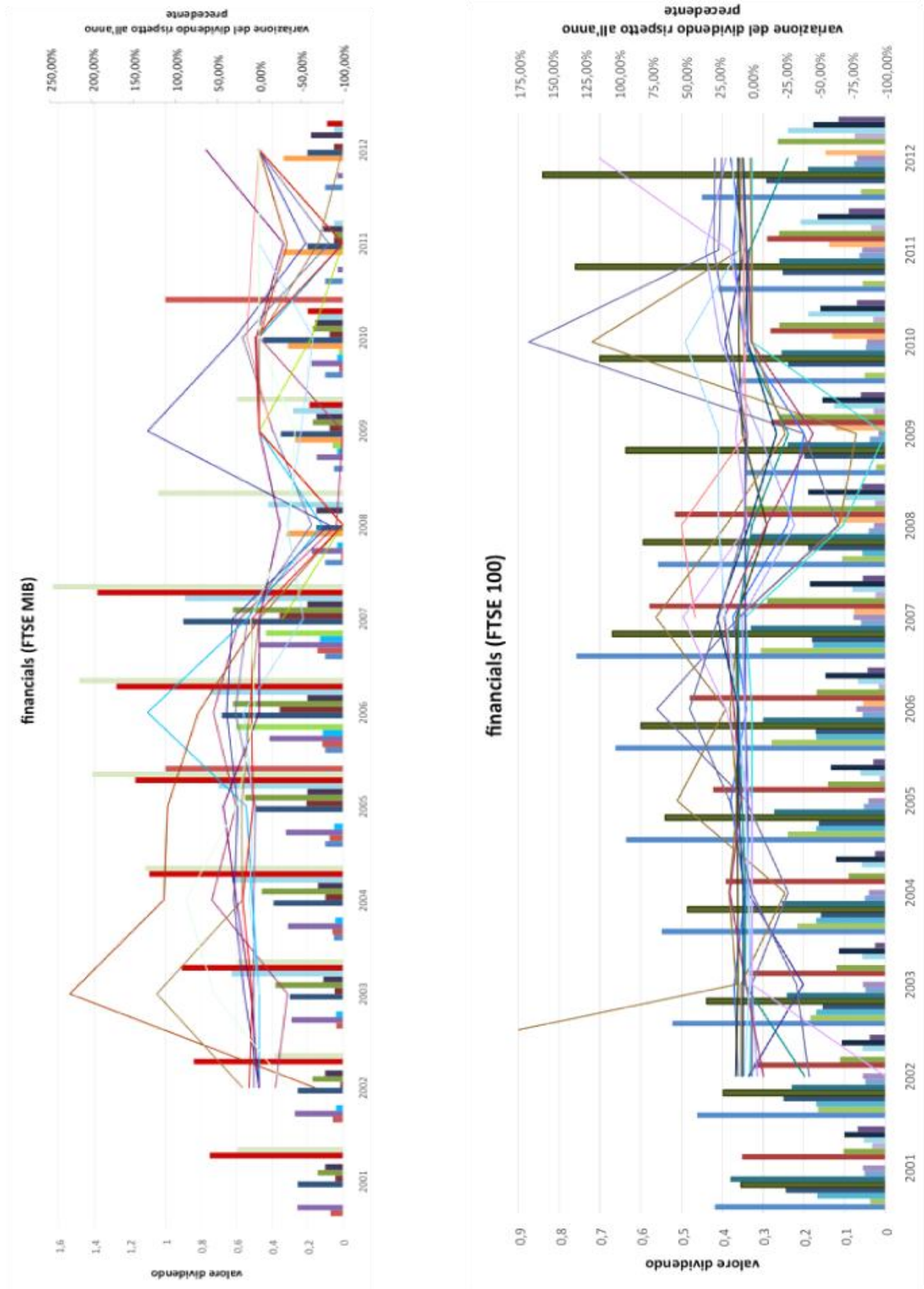
I restanti settori rientrano invece nell'alveo dei titoli ciclici, fortemente correlati all'andamento dell'attività economica. In questo senso, quando l'economia è in recessione, gli utili (ed il prezzo) della società tendono a crollare, mentre in una fase di espansione il prezzo segue la crescita dei profitti. Benché esistano alcune società appartenenti a tale insieme in cui si possa rinvenire una certa costanza nel perseguimento di *dividend policy* incentrata sul *dividend payout ratio* stabile, non si può estendere tale risultato alla generalità dei settori di appartenenza<sup>102</sup>, che dimostrano nel loro complesso un andamento non lineare e quindi una correlazione positiva col ciclo economico.

Un aspetto di particolare interesse per quanto attiene all'elargizione dei dividendi emerge dall'impatto provocato dalla crisi finanziaria sul settore finanziario.

---

<sup>102</sup> Complessivamente al FTSE MIB per le società cicliche solo il 16% di esse dimostra una certa regolarità distributiva, mentre al FTSE 100 si attesta all'incirca sul 20%.

Figura 4.7 Grafici illustranti l'andamento dei dividendi erogati in termini nominali, e come variazione tra l'anno  $n$  e l'anno  $n-1$  delle aziende del settore finanziario dei due indici borsistici



Fonte: elaborazione propria su dati Bloomberg

Come evidenziato dalla rappresentazione soprastante (fig. 4.7) si può notare un comportamento differente sviluppato dalle imprese finanziarie delle due nazioni, in particolare con riferimento al periodo successivo la crisi. Le quotate inglesi dopo aver avuto un trend dei dividendi costantemente in crescita sino al 2007, dall'anno seguente hanno iniziato a rivedere al ribasso la propria politica distributiva, diminuendo il valore del *dividend per share*. Tale situazione è continuata allo stesso modo l'anno seguente, senza tuttavia arrivare all'azzeramento della cedola, se non in unico caso isolato<sup>103</sup>. Nel periodo successivo il biennio di decrescita, le società si sono stabilizzate ed hanno continuato a distribuire dividendi regolari su base nominale, o addirittura ad instaurare una politica di progressiva risalita degli stessi.

La situazione a livello italiano è invece simile a quella inglese, in cui si palesa una crescita pressoché stabile delle cedole staccate sino al 2008, momento in cui tutte le società cui si fa riferimento sviluppano una tempestiva politica di contrazione dei *payout*, poi riproposta anche nel 2011. Una differenza sostanziale che si scopre in questo contesto riguarda il fatto che un terzo delle società hanno immediatamente portato a zero i dividendi erogati a seguito dello scoppio della crisi, e nei due anni seguenti il crollo la stessa prassi la hanno seguita altre due imprese, dimostrando che il taglio ai dividendi ha riguardato quasi il 50% delle imprese del settore, cosa che, come appurato poco sopra, non ha avuto lo stesso seguito in territorio anglosassone. Un altro aspetto di particolare rilievo riguarda il periodo post-crisi in cui le aziende che hanno continuato a distribuire dividendi hanno visto diminuire sensibilmente il quantitativo erogato, senza dimostrare in alcun caso segni di acclarata crescita nell'erogazione della cedola.

Una spiegazione di questa divergenza di comportamento da parte dei management delle quotate italiane rispetto a quelli delle quotate nel listino inglese può essere rinvenuto nella dimensione (capitalizzazione) delle società. Infatti, prendendo in considerazione questo fattore si può rilevare che esso fornisce la prova che la dimensione dell'impresa è un elemento di considerevole

---

<sup>103</sup> Si fa riferimento al gruppo bancario assicurativo Lloyds, che ha visto il fondamentale intervento del governo britannico che per salvarla dal fallimento ne ha acquistato poco più del 40%, nazionalizzandola.

interesse nel determinare i pagamenti di dividendi, in particolare nel contesto di una crisi e nel suo seguito.

Ciò che emerge è la maggiore predisposizione al pagamento del dividendo da parte delle imprese che sono più grandi (quotate al FTSE 100) rispetto alle pari settore a minor capitalizzazione (FTSE MIB). Probabilmente le società a minore dimensione, non essendo adeguatamente capitalizzate, trovano maggiori difficoltà di risposta ad un evento imprevisto quale la crisi del 2008, tendendo così a prestare molta più attenzione nell'impiego del denaro a loro disposizione iniziando da una sostanziale revisione della politica dei dividendi. Le aziende più grandi, non sottocapitalizzate, sembrano essere, invece, ancora in grado di pagare i dividendi, senza necessità di annullarli, e anzi potrebbero addirittura tornare ad aumentarli in brevissimo tempo mentre altre società di minori dimensioni si trovano a proseguire la strada del taglio o dell'annullamento delle cedole.

Una possibile ragione del motivo per cui le imprese a maggior capitalizzazione sono in grado di continuare nella politica distributiva potrebbe derivare dal fatto che le imprese più grandi hanno maggiori livelli di *cash flow* a disposizione che sarebbero originariamente serviti per investimenti. In questo modo, quando le quantità di opportunità d'investimento profittevoli diminuiscono, il management potrebbe decidere di continuare a pagare i dividendi invece di correre il rischio di un cattivo impiego, inviando al contempo un segnale al proprio azionariato nel tentativo di veder rinnovata la fiducia anche in periodi di difficoltà, e altresì trasmettendo un segnale positivo sulle prospettive future.

#### **4.6 L'evidenza analitica**

Col fine di fornire migliore supporto alla disamina descrittiva testé sviluppata, si è cercato di determinare in modo maggiormente analitico, per mezzo di un'analisi di dati *panel*, se sussista una relazione tra il totale dei



dividendi pagati ed alcuni fondamentali fattori che esprimono l'andamento delle aziende. Un *panel* è un campione che contiene osservazioni su  $n$  unità statistiche per  $t$  anni, e quindi le osservazioni su ogni singolo elemento sono ripetute nel tempo (sono delle serie storiche su ogni unità). Il modello lineare con i dati *panel* tiene in considerazione che la variabilità è sia tra individui che nel tempo, ed una successiva regressione è eseguita su queste due dimensioni. Sostanzialmente esistono due principali modelli regressivi: la regressione lineare semplice e la regressione lineare multipla. Poiché le variabili indipendenti che si utilizzano sono più di una, la seconda procedura appare quella maggiormente appropriata. Infatti un'analisi di questo genere permette di prendere in considerazione un numero elevato di fattori esplicativi (quindi variabili indipendenti) di un certo fenomeno in un unico test e confrontarli con la variabile risposta (o variabile dipendente oggetto di indagine). I parametri da stimare sono ottenuti con il metodo OLS (*ordinary least square*, o metodo dei minimi quadrati), una tecnica che consente di determinare una funzione, identificata dalla cosiddetta curva di regressione, che si avvicini quanto più possibile all'insieme dei dati. In quest'ambito i fattori regressori presi in esame per verificare l'attinenza con il totale dei dividendi pagati dalle società sono:

- la dimensione societaria, espressa per mezzo del logaritmo della capitalizzazione che incorpora il valore che il mercato le riconosce;
- l'*EBITDA margin*, misura che esprime la redditività dell'azienda. È pari ai guadagni prima di interessi, imposte ed ammortamenti divisi per i ricavi totali. Poiché l'*EBITDA* esclude gli ammortamenti, l'*EBITDA margin* è in grado di fornire ad un investitore una visione più pulita della redditività *core* di una società;
- la variazione relativa del *cash flow* operativo;
- la variazione degli utili, come *proxy* della crescita potenzialmente a disposizione di una azienda.

L'equazione di regressione usata nella prova attitudinale è perciò la seguente:

$$TotDiv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln Cap_{i,t} + \beta_2 EBITDA_{mar_{i,t}} + \beta_3 OCF_{i,t} + \beta_4 CP_{i,t} + \varepsilon \quad (4.1)$$

in cui:

$TotDiv_{i,t}$  ammontare totale dei dividendi pagati dalla società  $i$ -esima al tempo  $t$ ;

$\ln Cap_{i,t}$  capitalizzazione della società  $i$ -esima al tempo  $t$ ;

$EBITDA_{mar_{i,t}}$  misura della redditività della società  $i$ -esima al tempo  $t$ ;

$OCF_{i,t}$  la variazione relativizzata rispetto l'anno precedente dell'*operating cash flow* generato dall'attività nel normale business della società  $i$ -esima al tempo  $t$ ;

$CP_{i,t}$  crescita potenziale della società  $i$ -esima al tempo  $t$ ;

$\varepsilon$  *error variable*.

La tabella sottostante (tab. 4.2) riporta i risultati della regressione per l'intero campione osservato, da cui appare chiara la consistenza di una positiva relazione tra i dividendi che vengono pagati dalle società e la capitalizzazione di borsa: ciò sta a significare che se l'impresa crea valore essa lo riconosce ai propri azionisti con maggiori elargizioni. L'*operating cash flow* ha anch'esso una significativa e positiva relazione con la variabile dipendente (come per la precedente variabile esplicativa evidenzia un *p-value* tendente alla nullità), che avvalorata l'idea di una maggior propensione al pagamento di dividendi superiori quando tale fattore aumenta. Sulla stessa lunghezza d'onda interpretativa si pone la misura di redditività, identificata nell'*EBITDA margin*, generata dall'attività dell'impresa, quindi senza prendere in considerazione eventuali aspetti straordinari, nel senso che esulano dalla consuetudine della funzione tecnico-economica che mette in risalto i caratteri tipizzanti ciascun business. L'ultima variabile indipendente considerata è la crescita, la cui relazione associata nei confronti del totale dei dividendi distribuiti è positiva, ad indicare che il dividendo cresce all'aumentare del fattore in questione, anche se la letteratura suggerirebbe l'opposto, tuttavia, in quest'ambito la relazione è statisticamente irrilevante a causa dell'elevato valore di  $p$ . Comunque, con riferimento a tale variabile, è doveroso specificare che non è possibile affermare

che essa non sia marginalmente correlata con la variabile dipendente, ma solo condizionatamente alle altre vi è non correlazione.

**Tabella 4.2** Regressione di tutte le società indagate

R-sq: within=0,0405  
 between=0,4786  
 Overall=0,4213

obs per group: min=2  
 avg=10,2  
 max=11

Corr(u<sub>i</sub>, xb)=0,5437

F(4,843)=8,91  
 Prob>F=0,0000

<b>TotDiv</b>	$\beta$ <b>(coefficiente)</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>t</b>	<b>P&gt; t </b>	<b>[95% Conf. Interval]</b>	
lnCap	139,3159	44,2166	3,15	0,002	52,52813	226,103
OCF	92,87158	37,9903	2,44	0,015	18,30489	167,438
EBITDAmar	500,886	343,3671	1,46	0,014	-173,068	1174,84
CP	0,19769999	0,9587009	0,21	0,837	-1,68402	2,07942
costant	-1202,479	344,0345	-3,50	0,000	-1877,74	-527,21
sigma_u	1380,1212					
sigma_e	550,54951					
rho	0,8627143	(fraction of variance due tou_i)				

F test that all u<sub>i</sub>=0 :

F(91, 843)=41,25

Prob>F=0,0000

Fonte: elaborazione propria

Una seconda analisi di tipo regressivo è stata condotta con riferimento al rapporto di *dividend payout*, cercando di evidenziare se esso potesse presentare legami rilevanti con alcune delle variabili esplicative considerate

poco sopra. L'equazione di regressione usata nella prova attitudinale in questa circostanza è la seguente:

$$DPR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \ln Cap_{i,t} + \beta_2 EBITDA_{mar_{i,t}} + \beta_3 OCF_{i,t} + \beta_4 CP_{i,t} + \varepsilon \quad (4.2)$$

in cui:

- $DPR_{i,t}$  *dividend payout ratio* della società  $i$ -esima al tempo  $t$ ;  
 $\ln Cap_{i,t}$  capitalizzazione della società  $i$ -esima al tempo  $t$ ;  
 $EBITDA_{mar_{i,t}}$  misura della redditività della società  $i$ -esima al tempo  $t$ ;  
 $OCF_{i,t}$  la variazione relativizzata rispetto l'anno precedente dell'*operating cash flow* generato dall'attività nel normale business della società  $i$ -esima al tempo  $t$ ;  
 $CP_{i,t}$  crescita potenziale della società  $i$ -esima al tempo  $t$ .  
 $\varepsilon$  *error variable*.

In questo caso, tuttavia, nessuna delle variabili esplicative qui vagliate riesce a dar supporto al *dividend payout ratio*, a causa dei livelli elevati che il *p-value* presenta in tutte le variabili indipendenti, come riportato nella tabella sottostante (tab. 4.3). Per questo ordine di ragioni si potrebbe sostenere che la scelta di un management di perpetuare una certa *dividend policy* incentrata sulla stabilità di tale indicatore è da rinvenirsi in altri fattori, o meglio non esclusivamente in quelli qui presentati, probabilmente meno attinenti ai soli indicatori economico-finanziari inerenti alla sola società, e comprendenti altri elementi quali l'assetto di *governance* e fattori macroeconomici, che come espresso poco sopra, siano tali da proporre delle giustificazioni sull'evidenza di una costanza nel DPR, come l'appartenenza a settori non ciclici (sanitario e beni di consumo primari) o la presenza di investitori di maggioranza istituzionali pubblici.

Tabella 4.3 Regressione di tutte le società indagate

R-sq: within=0,0001  
 between=0,0109  
 Overall=0,0011

obs per group: min=3  
 avg=9,9  
 max=11

Corr(u<sub>i</sub>, xb)=0,5437

F(4,812)=0,01  
 Prob>F=0,9996

DPR	$\beta$ (coefficiente)	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
lnCap	-28,54959	478,8205	-0,06	0,952	-968,421	911,3223
OCF	-20,18201	410,745	-0,05	0,961	-826,429	786,0652
EBITDAmar	826,3531	3662,972	0,23	0,822	-6363,65	8016,363
CP	0,0073963	10,10279	0,00	0,999	-19,8232	19,83806
costant	385,5047	3718,936	0,10	0,917	-6914,35	7685,365
sigma_u	1841,3892					
sigma_e	5782,181					
rho	0,0920781	(fraction of variance due tou_i)				

F test that all u<sub>i</sub>=0 :

F(91, 812)=1,07

Prob>F=0,3062

Fonte: elaborazione propria

## Capitolo V

### Conclusione

Questo lavoro è iniziato con un breve sguardo generale all'evoluzione della politica dei dividendi sviluppata in maniera molto semplicistica dalle aziende che per prime ne hanno dato attuazione, per poi giungere a gradi di maggior complicazione che ci riconducono sino alla situazione attuale. Proprio questo emergere progressivo di maggiori gradi di complessità che attagliano il divenire di questa particolare *policy* aziendale ha condotto gli studi sulla politica dei dividendi a produrre un ampio corpus di ricerche teoriche ed empiriche in letteratura, soprattutto in seguito alla pubblicazione delle ipotesi di irrilevanza dei dividendi sviluppata dal pionieristico lavoro di Modigliani e Miller. In un ambiente che vede la presenza di mercati dei capitali perfetti, i due autori hanno asserito che il valore di un'impresa è indipendente dalla sua politica dei dividendi. Tuttavia, come dimostrato da alcuni studi, il prezzo delle azioni sembrerebbe diminuire non dell'intero valore del dividendo pagato, dimostrando l'esistenza di un intrinseco valore in quella che dovrebbe essere una transazione neutrale, se non addirittura negativa da un punto di vista del valore aziendale. Questo allora suggerisce che attraverso il pagamento della cedola ci possa essere la creazione di qualche valore o perlomeno l'esistenza di altri fattori che devono essere presi in considerazione. Ciò nonostante se si considera la realtà dei fatti e non il disegno, per certi aspetti utopistico, della perfezione del mercato dei capitali, esistono varie imperfezioni che si ripercuotono nel mercato stesso, direttamente o indirettamente, alcune con maggiore altre con minore forza; e proprio queste anomalie e deficienze del mercato hanno fornito la base per lo sviluppo di svariate teorie sulla *dividend payout policy* che ne tenessero conto, sfidando in taluni casi lo stesso

fondamentale contributo di Modigliani e Miller, ed in talaltri, partendo anche da punti di vista completamente diversi, aggiungendosi a corredo di quanto già sviluppato.

Dalla ricca produzione teorica riguardante le politiche dei dividendi vengono a galla due predisposizioni fondamentali: la prima prende atto che gli investitori (azionisti) siano indifferenti riguardo all'alternativa se percepire un dividendo o vedere reinvestiti gli utili di loro pertinenza, ottenendo in questo modo i cosiddetti *capital gain* o guadagni in conto capitale (salvo il differente prelievo fiscale tra dividendi ed utili reinvestiti che si può rinvenire in varie nazioni); la seconda, invece, tiene presente la sensibilità che gli azionisti dimostrano con riferimento alla predisposizione della politica dei dividendi adottata dal management societario, in quanto i guadagni che dovrebbero derivare dal reinvestimento degli utili presentano un grado di rischio superiore.

In concreto, allora, gli elementi che possono condizionare l'ammontare dei dividendi pagati sono vari. Aspirazioni e mira di sviluppo e di redditività con una consequenziale prospettiva di maggiori utili nel futuro, la pressione della fiscalità sui dividendi, l'aumento dell'autofinanziamento con l'intenzione di mantenere il controllo dell'azienda sono tra i fattori che la letteratura tendenzialmente ritiene conducano a mantenere un basso livello della quantità di dividendi distribuiti. All'opposto, la possibilità di poter disporre di una maggiore e migliore accessibilità al mercato dei capitali scaturente dalle più ragguardevoli dimensioni o dall'anzianità della società, un importante grado di liquidità aziendale, l'operare in settori di mercato che comportano un andamento degli utili inquadabile come costante favoriscono una politica distributiva di più alti dividendi. Come si è potuto constatare dall'analisi effettuata nel precedente capitolo i risultati hanno infatti evidenziato che la redditività della gestione caratteristica unitamente alla liquidità generata e alla capitalizzazione della società influiscono positivamente sulla probabilità di pagare dividendi da parte di un'azienda.

In aggiunta l'analisi condotta pone in evidenza che la frequenza di pagamento dei dividendi, in linea generale, non è la medesima tra i due paesi osservati, avendo una cadenza mediamente doppia per le società inglesi rispetto alle italiane, evidenziandosi così un punto di difformità di non secondaria importanza, in particolar modo per gli investitori che decidono di

investire nelle società per ottenere dei redditi addizionali dai dividendi. Si può addurre innanzitutto che tale fenomeno trovi la propria ragion d'essere nella diversa impostazione organizzativa delle aziende quotate di stampo inglese, *public company*, che vedono la presenza di manager (che non hanno legami con la proprietà aziendale) al comando della società il cui azionariato è oltretutto molto frammentato. Mentre, nella maggior parte delle società italiane si nota la presenza diretta nelle principali cariche di *governance* degli azionisti di maggioranza (che dispongono di una consistente partecipazione nel capitale aziendale<sup>104</sup>), i quali in molti casi hanno creato l'azienda e difficilmente si fidano a lasciarla al governo altrui, ricalcando per tale verso l'impostazione semplicista dell'impresa di stampo familiare. Se oltre a ciò, come già evidenziato, la teoria del prospetto e la *mental accounting* possono fornire aspetti giustificativi di tale diversità, si riconosce che un'altra motivazione potrebbe essere correlata all'utilità della segnalazione del dividendo come un mezzo per trasmettere le aspettative gestionali inerenti il futuro andamento societario. Di conseguenza pagamenti di dividendi meno frequenti significano meno annunci sul dividendo e nel complesso meno comunicazioni sugli utili della società e sulle connesse disposizioni sui dividendi. Nelle realtà anglosassoni in cui i manager non proprietari sono costantemente sotto osservazione, è quindi logico che si assista ad una maggiore *disclosure*, tale da giustificare il loro operato nel tentativo di metterli al riparo da eventuali licenziamenti per *mala gestio*. Ciò induce all'interpretazione che le frequenze di pagamento e le eventuali variazioni possono condizionare il livello di consapevolezza degli azionisti su di un titolo e la sua conseguente valorizzazione sul mercato.

In Italia la legge consente alle sole società, anche se sono ben poche a darne seguito, il cui bilancio d'esercizio è assoggettato a verifica da parte di una società di revisione (tali sono principalmente le società per azioni quotate in borsa) di poter distribuire nel corso dell'esercizio acconti sui dividendi che risulteranno dal bilancio approvato alla fine dell'esercizio stesso. Tale

---

<sup>104</sup> Uno degli aspetti caratterizzanti il mercato italiano è, infatti, l'elevata concentrazione negli assetti della proprietà, in cui si evince che, in media, quasi la metà del capitale è nelle disponibilità dei cosiddetti investitori strategici, i quali direttamente o indirettamente esercitano il controllo sull'azienda. La *public company* inglese vede, invece, una larga frammentazione della proprietà e per questo la mancanza di una figura di riferimento tra gli azionisti tale da riuscire ad influenzare secondo il proprio volere l'andamento assembleare, o dell'impresa nel suo complesso.



erogazione deve però trovare giustificazione sulla base di un'accurata predisposizione di un progetto redatto dagli amministratori, dal quale scaturisca che la situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società permetta il pagamento in questione, come si evince dal dettato del Codice Civile.

Sul versante legale si evidenzia un momento di raccordo tra le prassi che contraddistinguono il comportamento nei due paesi, sebbene gli ordinamenti giuridici di riferimento siano diametralmente opposti. In entrambi si evince che è necessario operare una distinzione tra il diritto dell'investitore ad essere compartecipe dei profitti ottenuti dalla società nel corso dell'esercizio ed il diritto al dividendo, il quale si manifesta esclusivamente con la deliberazione da parte dell'assemblea dei soci, su proposta del *board* direttivo, degli utili da distribuire. Il Codice Civile in Italia ed il *Companies Act 2006* nel Regno Unito proibiscono il pagamento dei dividendi se non per utili effettivamente conseguiti e contabilizzati in un bilancio regolarmente approvato. Col fine di assicurare l'integrità del capitale è vietata la distribuzione degli utili in caso di perdite, finché il capitale sociale non sia ripristinato o diminuito in misura equivalente. Da qui emerge un altro punto di vicinanza derivante dalla protezione offerta agli azionisti di minoranza, che invero fornisce un miglior grado di protezione nel regime di *common law* permettendo anche ad un singolo azionista di intentare causa contro l'operato della società (per la tutela della stessa) qualsiasi quota partecipativa posseda, mentre nel regime civilistico italiano devono essere rispettati determinati quorum, sebbene non particolarmente elevati.

Un altro differente aspetto che l'analisi ha portato a galla è la predisposizione di piani alternativi all'abitudinario pagamento *cash* dei dividendi da parte delle quotate al listino londinese. La maggior parte di esse concede i *dividend reinvestment plan* dando l'opportunità agli azionisti di utilizzare il *cash dividend* delle loro azioni per acquistare sul mercato ulteriori azioni della stessa società. Alternativamente possono essere disposti i *dividend scrip*, piani per mezzo dei quali le società proponenti emettono nuove azioni che possono essere acquistate dai sottoscrittori a prezzi agevolati in luogo del pagamento della cedola. Viceversa queste politiche alternative non trovano ancora terreno fertile presso le quotate italiane.

Si può concludere che sebbene da più di mezzo secolo siano stati condotti e continuino ad esserci studi sul tema delle *dividend policy* ancora non

si è giunti ad un disegno finale che garantisca l'unità di intenti di tutte le ricerche; probabilmente questo deriva dal fatto che i fattori che dovrebbero essere presi in considerazione sono molti ed eterogenei come si è potuto apprendere, e non sempre conducono a risultati concordi ed efficaci tra ambienti diversi.

Dimostra allora tutta la propria attualità e validità l'affermazione che Fischer Black fece quasi quarant'anni fa

*“The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together.” (Black, 1976).*

## **Bibliografia**

1. Acharya V. V., Le H., and Shin H. S., 2013, Bank capital and dividend externalities, National Bureau of Economic Research.
2. Albouy et al., 2010, The Perception Of Dividends By French Managers: An International Comparison, Working paper, Université de Grenoble 2.
3. Allen F., Bernardo A.E., and Welch I., 2000, A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles, *The Journal of Finance* 55-6.
4. Allen e Michaely, 2003, Payout Policy, *Handbook of the Economics of Finance* (Amsterdam: North- Holland) 337-429.
5. Alzahrani, Mohammed, and Meziane Lasfer. "The Impact of Taxation on Dividends: A Cross-Country Analysis." (2009).
6. Akbar, S. and A. W. Stark (2003), 'Deflators, Net Shareholder Cash Flows, Dividends, Capital Contributions and Estimated Models of Corporate Valuation', *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30.
7. Arnold, G. (2008) *Corporate financial management*. 4th edn. Harlow: Pearson Financial Times.
8. Asquith, Paul, and David W. Mullins, Jr., 1983, The impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth, *Journal of Business* 56, 77-96.
9. Asquith, P., and D. W. Mullins, Jr., 1986, Signaling with dividends, stock repurchases, and equity issues, *Financial Management*, Vol.15, pp.27-44.
10. Baker M., and Wurgler J., 2002, Market Timing and Capital Structure, *The Journal of Finance*, 57: 1-32.
11. Baker, H. Kent, 2009, *Dividends and Dividend Policy* (Ed.), Kolb Series in Finance, Wiley.
12. Baker, H. K. and Powell, G. E., 1999, How corporate managers view dividend policy?, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38 (2), 17-27.
13. Baker H.K., Powell G.E., Veit E.T., 2002, Revisiting managerial perspectives on dividend policy, *Journal of Economic Finance*.
14. Baker M., and Wurgler J., 2004, A Catering Theory of Dividends, *The Journal of Finance*, 59:1125-1165.
15. Baskin, Jonathan B., and Paul J. Miranti, Jr., 1997. *A History of Corporate Finance* (Cambridge University Press, Cambridge).

16. Becker, Bo, Zoran Ivković, and Scott Weisbenner. "Local dividend clienteles." *The Journal of Finance* 66.2 (2011).
17. Benabou, Roland, and Marek Pycia. "Dynamic inconsistency and self-control: A planner–doer interpretation." *Economics Letters* 77.3 (2002).
18. Benartzi et al. "Do changes in dividends signal the future or the past?." *The Journal of Finance* 52.3 (1997): 1007-1034.
19. Bernstein, P.L., 1996, Dividends: The Puzzle, *Journal of Applied Corporate Finance* 9.
20. Black F., 1976, The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5–84.
21. Black, Fischer, and Myron Scholes, 1974, The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns, *Journal of Financial Economics* 1.1: 1-22.
22. Black, Fischer, 1990, Why firms pay dividends. *Financial Analysts Journal*.
23. Brav et al., 2005, Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics*.
24. Brealey R., and Myers S. C., 2003, *Finanza Aziendale*, McGraw-Hill.
25. Brennan, Michael J., 1970, Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy, *National Tax Journal* 23, 417-427;
26. Brennan, M. J. and Thakor, A. V., 1990, Shareholder Preferences and Dividend Policy. *The Journal of Finance*, 45.
27. Bulan, Laarni, Narayanan Subramanian, and Lloyd Tanlu, 2007, When are Dividend Omissions Good News?, Working Paper, Harvard University.
28. Costa G., Proprietà, controllo e gestione delle risorse umane, in AA.VV., *Il governo delle imprese*, 1992; Camuffo A., Incertezza, Processi Decisionali e Sistemi di Budget, in "Sviluppo & Organizzazione", 1989.
29. DeAngelo H., and L. DeAngelo, 2006, The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem, *Journal of Financial Economics*.
30. DeAngelo Harry, Linda DeAngelo, and Douglas Skinner, 2009, Corporate payout policy, *Foundations and Trends in Finance*.
31. Denis D.J. et Osobov I. (2005), «Disappearing Dividends, Catering Incentives and Agency Costs: International Evidence».
32. Dhaliwal D.S., Erickson M., and Trezevant R., 1999, A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies, *National Tax Journal* 52, 179-194.
33. Easterbrook, Frank H., 1984, Two Agency Costs Explanations of Dividends, *American Economic Review* 74, 650-659.

34. Fama E. and French K. R., , 1998, Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance, *Journal of Financial Economics*, 49(3), pp. 283-306.
35. Fama, E.F., and K.R. French, 2001, Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60.
36. Julio, B. and D. Ikenberry, 2005, Reappearing dividends, *Journal of Applied Corporate Finance*.
37. Malik, Fakhra, et al., 2013, Factors influencing corporate dividend payout decisions of financial and non-financial firms, *Research Journal of Finance and Accounting* 4.1: 35-46.
38. Ferris et al. (2006), «God Save The Queen And Her Dividends: Corporate Payouts In The UK», *Journal of Business* 79.
39. Ferris S., Jayaraman N., and Sabherwal S., 2009, Catering Effects in the Corporate Dividend Policy: The International Evidence, *Journal of Banking & Finance* 33: 1730-1738.
40. Ferris P. S., Noronha, G. and Unlu, E. (2010), The More, the Merrier: An International Analysis of the Frequency of Dividend Payment. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37:148–170.
41. Floyd, E., Li, N., and Skinner, D. J., 2013, Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends, *Chicago Booth Research Paper*.
42. Giner, B. and W. P. Rees (1999), 'A Valuation Based Analysis of the Spanish Accounting Reforms', *Journal of Management and Governance*, Vol. 3, No. 1, pp. 31-48.
43. Gordon, M, J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy, *Journal of Finance* 18, 264-272.
44. Graham e Kumar, Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors, *The Journal of Finance*, 2006.
45. Grullon, G., R. Michaely, and B. Swaminathan. 2002. Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business* 75 (July): 387–424.
46. Grinstein Y., and Michaely R., 2005, Institutional Holdings and Payout Policy, *The Journal of Finance*, 60: 1389-1426.
47. Itzhak B.D., 2010, Dividend Policy Decisions, in H. Kent Baker and John R. Nofsinger (eds.), *Behavioral Finance (Robert W. Kolb Series in Finance)*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.
48. Hand, J. and W. Landsman (2005), 'The Pricing of Dividends in Equity Valuation', *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32.

49. Handley, J. (2008), 'Dividend Policy: Reconciling DD with MM', *Journal of Financial Economics*.
50. Hauser R., 2013, Did dividend policy change during the financial crisis?, *Managerial Finance*, Vol. 39.
51. Healey, P., Palepu, K. and Hutton, A. (1999): "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure". *Contemporary Accounting Research*, 16, pp. 485–520.
52. Hess, Patrick J., 1981. *The Dividend Debate: 20 Years of Discussion*, In *The Revolution in Corporate Finance*, (Blackwell Publishers, Cambridge, Massachusetts).
53. Hoberg G., and Prabhala N. R., 2007, Disappearing Dividends, *Catering and Risk*.
54. Jacob M., and Jacob M., 2012, Taxation, Dividends and Share Repurchases: Taking Evidence Global, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
55. Jensen, Michael C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
56. Jensen, M.C. and Meckling, W.H., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
57. Kahneman Daniel and Amos Tversky, Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk, *Econometrica*, 47(2), 1979.
58. Kalay, A. and Michaely, R. (2000). "Dividends and Taxes: A Re-Examination", *Financial Management*, 29
59. Kihun Kim, and Jinho Byun. "Dividend Catering, Investor Protection, and Sentiment: A Cross-Country Analysis." *Investor Protection, and Sentiment: A Cross-Country Analysis* (August 1, 2013) (2013).
60. Koch, Paul D., and Catherine Shenoy, 1999, The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies, *Financial Management* 28, 16-35.
61. Jing-Ming K., Dennis P., and Qingjing Z., 2012, Why dividends disappear in the UK market - catering, liquidity or risks?, in *21st European Financial Management Association*.
62. La Porta, Rafeal, Florenico Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 2000, Agency Problems and Dividend Policies Around the World, *Journal of Finance* 55.
63. Lemmon, Michael L. and Nguyen, Thanh Lai, *Dividend Yields and Stock Returns: Evidence from a Country without Taxes* (2008).

64. Leuz Christian, Alexander Triantis, and Tracy Yue Wang, "Why do firm go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations", 2008, Journal of Accounting and Economics.
65. Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations, *The Review of Economics and Statistics* 64, 243-269.
66. Litzenberger R., and K. Ramaswamy, 1979, The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Finance* 33(5), 1385-1399.
67. Litzenberger, Robert H., and Krishna Ramaswamy. "The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects?." *The Journal of Finance* 37.2 (1982): 429-443.
68. Lumby S., and Jones C., 1981, *Investment Appraisal & Financial Decision*, London: Chapman and Hall.
69. Mantovi A., Schianchi A., 2011, *Dividendi: un contributo alla teoria dell'impresa*. Roma, Carocci.
70. McCluskey T., B. M. Burton, D. M. Power, C. D. Sinclair, Evidence on the Irish stock market's reaction to dividend announcements, *Applied Financial Economics*, 2006, 16, 8, 617.
71. Michaely, Roni, Richard H. Thaler, and Kent L. Womack, 1995, Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?, *Journal of Finance* 50, 573-608.
72. Michaely, R., and M. Roberts, 2012, "Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms," *Review of Financial Studies* 25, 711-746.
73. Miller, Merton H., and Franco Modigliani, 1961, Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *The Journal of Business* 34.4: 411-433.
74. Miller, Merton H., and Myron S. Scholes, 1982, Dividend and Taxes: Some Empirical Evidence, *Journal of Political Economy* 90.
75. Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48.
76. Montier, James. "Behaving Badly." *Behavioural Investing: A Practitioner's Guide to Applying Behavioural Finance* (2006): 78-94.
77. Murgia M., *Struttura della proprieta', conflitti d'interesse e politica dei dividendi delle imprese italiane*, *L'Industria*, Vol. 14, n.1, 1993.
78. Narayanan V. K., George E. Pinches, Kathryn M. Kelm, Diane M. Lander, The influence of voluntarily disclosed qualitative information, *Strategic Management Journal*, 2000, 21, 7.

79. Nissim D. and Ziv A., 2001 Dividend Changes and Future Profitability. *Journal of Finance*.
80. Partington, Graham H., 1985, Dividend policy and its relationship to investment and financing policies: empirical evidence, *Journal of Business Finance & Accounting*, 12.4: 531-542.
81. Pérez-González, 2003, Large shareholders and dividends: evidence from U.S. tax reforms.
82. Poterba J.M. and L.H. Summers, 1984, New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends, *Journal of Finance* 39:1397-1415.
83. Rees, W. P. (1997), The Impact of Dividends, Debt and Investment on Valuation Models. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24.
84. Ross et al., *finanza aziendale*, 2012.
85. Rozeff, Michael S., 1982, Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios, *The Journal of Financial Research* 5, 249-259.
86. Schmid T., Ampenberger M., Kaserer C. and Achleitner A.C., 2012, Corporate Governance and Payout Policy: Do Founding Families Have a Special 'Taste for Dividends?'.
87. Shefrin, Hersh M., and Meir Statman, 1984, Explaining investor preference for cash dividends, *Journal of Financial Economics* 13, 253-282.
88. Smith, David M., and H. Kent Baker. "Residual dividend policy." *Dividends and Dividend Policy* (2009): 115-126.
89. Soter, Dennis, Eugene Brigham, and Paul Evanson, 1996, The Dividend Cut Heard' Round The World: The Case of FPL, *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 4-15.
90. Stephen Ross, David Hillier, Randolph Westerfield, Jeffrey Jaffe, Bradford Jordan, 2012, *Finanza Aziendale*, McGraw-Hill.
91. Thomsen S., 2004, Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value In Continental Europe, 12.
92. Von Eije H., and Megginson W., 2007, Dividends and Share Repurchases in the European Union, *Journal of Financial Economics*.
93. Walter, J.E., (1963). Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise, *Journal of Finance* 18, 280-291.
94. Watson D., and Head A., 2004, *Corporate Finance: Principles and Practise*. 3rd Edition, Essex: Pearson Education Ltd.



## Sitografia

1. [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)
2. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
3. [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)
4. [www.consob.it](http://www.consob.it)
5. [www.en.wikipedia.org](http://www.en.wikipedia.org)
6. [www.filodiritto.it](http://www.filodiritto.it)
7. [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)
8. [www.finanza.com](http://www.finanza.com)
9. [www.finanzaonline.com](http://www.finanzaonline.com)
10. [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)
11. [www.ft.com](http://www.ft.com)
12. [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)
13. [www.investinganswers.com](http://www.investinganswers.com)
14. [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)
15. [www.jpmorgan.com](http://www.jpmorgan.com)
16. [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)
17. [www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)
18. [www.morningstar.it](http://www.morningstar.it)
19. [www.reuters.com](http://www.reuters.com)

20. [www.soldionline.it](http://www.soldionline.it)

21. [www.wikipedia.it](http://www.wikipedia.it)

## **Ringraziamenti**

Il primo atto della mia avventura universitaria si è concluso poco più di un paio d'anni fa, ed ora invece cala il sipario pure sul secondo, definitivamente. Come allora, anche adesso mi ritrovo a scrivere quest'ultima pagina di ringraziamenti, sperando di riuscire a trovare le parole adeguate per tributare adeguata gratitudine a chi mi è stato vicino in questi anni di studi, ma anche di vita e crescita, costellati di tanti ricordi.

Un primo ringraziamento desidero rivolgerlo alla prof.ssa Cavezzali, relatore di questa tesi, per avermi accettato e creduto in me dandomi l'opportunità di tagliare questo traguardo e, anche se sembra banale, per la grande disponibilità dimostratami ad ogni ricevimento nei quali sono sempre stato accolto in modo solare.

Desidero poi ringraziare la mia famiglia, in particolare papà e mamma che mi hanno dato l'opportunità di affrontare questi anni di studio, sostenendomi non solo economicamente, ma in tutte le occasioni, nonostante le tante diverse difficoltà che ci rincorrono ogni giorno. Non posso per svariate ragioni tralasciare i rimanenti componenti della famiglia, le tre pesti dei miei fratelli, Francesca, Giacomo e Marco che pur consapevoli del mio stato di stress e orsaggine che aleggiava sul sottoscritto in certi periodi particolari (esami e tesi), anche senza impegnarsi, hanno saputo benissimo come farmi alterare oltre misura; però hanno sempre saputo farsi perdonare, e quel che più conta è che mi vogliono bene (almeno credo).

Un particolare grazie devo dirlo a Jessica, con cui ormai da otto anni condivido tanti momenti belli e indimenticabili, per il suo aiuto e incoraggiamento, e soprattutto per la sua capacità di essere paziente e comprensiva nonostante pure con lei da orsetto mi sia (purtroppo) comportato. In aggiunta non posso scordare la sua famiglia, che mi sopporta dentro per casa da molti anni, facendomi sempre sentire parte di loro.

Un omaggio particolare devo renderlo a tutti i miei amici ed amiche veri, che nel momento in cui ho avuto bisogno di un aiuto hanno risposto presente, perché costituiscono un punto importante della mia vita.

Infine, modestie a parte, devo dirmi bravo, per come ho saputo affrontare questo percorso, che a volte si è dimostrato tortuoso e pieno di insidie, ma sono orgoglioso di averle superate e anche egregiamente, forse anche con l'aiuto di nonna che da lassù mi veglia e protegge.