

**MAURIZIO LA ROCCA**

è professore di Economia e Gestione delle Imprese presso l'Università della Calabria, dove insegna Tecnica e Gestione dei Finanziamenti, Corporate Governance e Theory of the Firm. Le sue principali pubblicazioni riguardano struttura finanziaria, diversificazione di prodotto, governance, piccole e medie imprese. maurizio.larocca@unical.it

**DOMENICO ROCCO CAMBREA**

PhD in Scienze Economiche e Aziendali presso l'Università della Calabria, è assegnista di ricerca DAAD in Business Administration e Finanza presso l'House of Finance della Goethe University di Francoforte. I suoi interessi di ricerca riguardano corporate governance, governo e caratteristiche delle imprese familiari e gestione del cash holding. domenico.cambrea@unical.it

Cosa influenza il valore del cash holding?

Il presente lavoro esamina la relazione fra cash holding e performance. Considerando la presenza di contrastanti argomenti che potrebbero condurre a un effetto positivo piuttosto che negativo del cash stock sulle performance aziendali viene investigato il ruolo dei fattori di moderazione, in grado di modificarne il segno e l'intensità. I risultati mostrano che il valore del cash holding è condizionato da caratteristiche firm-specific, nonché da fattori inerenti il contesto istituzionale.

In particolare, l'effetto positivo del cash holding si amplifica nelle imprese familiari e financially constrained e anche in presenza di investitori istituzionali oppure in periodi di crisi. Al contrario, nelle imprese non quotate livelli crescenti di cash holding determinano minori performance d'impresa.

Parole chiave: cash holding, cash stock, liquidità aziendale, performance, effetto di moderazione

What Drives Cash Holding Value? *This paper examines the relationship between cash holdings and performance. Considering the presence of conflicting evidence concerning the value of cash stock, which could lead to a positive effect rather than a negative one, it investigates the role of moderating factors that can shape the sign and intensity of this relationship. The results show that the value of the cash holding is affected by firm-specific characteristics, as well as factors related to the institutional context. Specifically, the positive effect of cash holding on firm performance is amplified in family firms, in financially constrained firms, when institutional investors exist in the company and in crisis periods. Vice versa, unlisted firms showed that higher cash holding reduces firm performance.*

Keywords: : cash holding, cash stock, corporate liquidity, performance, moderation effect

Il tema del cash holding è diventato campo elettivo di indagine di studiosi di finanza e di management, soprattutto da quando preservare la flessibilità finanziaria è risultato obiettivo prioritario nelle politiche di finanziamento (Graham e Harvey 2001; Brounen, De Jong e Koedijk 2004). Un recente articolo di *The Economist* (gennaio 2013) evidenzia, in maniera evocativa, che «U.S. corporations are holding record-high amounts of cash». Molteplici studi (Kim, Mauer e Sherman 1998; Opler *et al.* 1999; Foley *et al.* 2007; Mello, Krishnaswami e Larkin 2008; Drobetz, Grüninger e Hirschvogel 2010) rivelano un'incidenza del cash holding sugli asset in un range fra l'8 e il 12,6 per cento. Anche con riferimento all'Italia, Bigelli e Sánchez-Vidal (2012) evidenziano un peso percentuale del cash holding sul valore dell'impresa del 10 per cento, in linea con precedenti studi. Per esempio, la liquidità di Fiat è passata da 2,1 miliardi di euro nel 2001 (con un peso pari al 6,5 per cento del debito) a 17,5 miliardi di euro nel 2011 (con un peso pari al 65,5 per cento del debito) (1).

Pertanto, alla luce degli attuali processi di globalizzazione dei contesti, internazionalizzazione delle imprese, integrazione dei mercati finanziari e ipercompetitività, la minore tolleranza di inefficienze ed errori aziendali, che potrebbero essere immediata causa di dissesto e fallimento, e la necessità di essere immediatamente reattivi per non perdere eventuali *growth opportunities*, hanno reso la detenzione di riserve abbondanti di cash uno strumento di *financial flexibility* di primaria rilevanza per poter competere con successo.

Da un punto di vista teorico tale tema appare controverso, in quanto rispetto ai benefici di flessibilità finanziaria connessi al cash holding esistono diversi svantaggi a esso riconducibili, tali da renderne incerto l'effetto netto sul valore. A livello teorico l'effetto positivo sulle performance aziendali viene giustificato da motivazioni precauzionali (in eventuali momenti di crisi e fabbisogni imprevisti), dalla capacità di ridurre i costi di transa-

zione che sorgono nelle molteplici relazioni economiche aziendali e, infine, dalla preferenza esercitata dai manager per l'utilizzo di fonti di finanziamento interne (teoria dell'ordine gerarchico delle scelte) allo scopo di ridurre problemi di asimmetrie informative derivanti dall'eventuale accesso al mercato esterno dei capitali. Allo stesso tempo, dalla liquidità aziendale derivano possibili effetti negativi sulle performance aziendali. Infatti, la disponibilità di cash può generare problemi di opportunismo e costi di agenzia connessi a *empire building*, *overinvestment*, *entrenchment* e appropriazione di benefici privati a danno degli altri investitori aziendali. Parimenti, effetti negativi sulle performance potrebbero giustificarsi in ragione della scarsa (o nulla) redditività delle risorse liquide.

Le evidenze empiriche sembrano prevalentemente riscontrare un effetto positivo, sebbene la relazione fra cash holding e performance risulti essere influenzata da alcune caratteristiche delle imprese e del contesto in cui operano. Infatti, il valore del cash holding sembra dipendere da fattori interni oppure esterni all'impresa: i primi riguardano, per esempio, la disponibilità nell'impresa di *growth opportunities*, la volatilità dei suoi cash flow, la rischiosità aziendale e la presenza di problemi di *financial constraints* (Jensen 1986; Opler *et al.* 1999; Harford 1999; Almeida, Campello e Weisbach 2004); i secondi la qualità del contesto istituzionale, il livello di protezione degli investitori e l'efficienza del sistema finanziario (Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes 2003; Pinkowitz, Stulz e Williamson 2006).

Pertanto, l'obiettivo di ricerca del presente lavoro è individuare i possibili fattori di moderazione intervenienti nella relazione fra cash holding e performance, in modo da verificarne la rilevanza e la capacità di modificare le performance aziendali. Tali fattori, infatti, interagendo con il cash holding, possono determinare il prevalere dei vantaggi derivanti dalla disponibilità di liquidità oppure acuire problemi di opportunismo.

Nella prima parte di questo lavoro vengono descritti la letteratura di riferimento, l'ipotesi e il modello. Sono quindi illustrati i risulta-

(1) «Ecco come nasce la liquidità di Fiat», *il Sole 24 Ore*, 12.10.2012

ti dell'analisi empirica, per concludere infine con le implicazioni.

Ipotesi di ricerca

Da una parte, il valore del cash deriva dai vantaggi inerenti la maggiore flessibilità finanziaria, la minore costrizione finanziaria e i minori costi di transazione (Pinkowitz, Stulz e Williamson 2003; Saddour 2006; Fresard 2010; Kalcheva e Lins 2007). Dall'altra, l'elevata quantità di cash stock potrebbe amplificare problemi di opportunismo e di agenzia (Luo e Hachiya 2005; Oler e Waageleijn 2011; Huang, Elkinawy e Jain 2013) **(2)**. Sebbene alcuni autori (Lundstrum 2003; Harford, Mansi e Maxwell 2008) sostengano la non linearità della relazione, la grande maggioranza degli studi ritiene che i controversi risultati evidenziati in letteratura dipendano da forze intervenienti in grado di modificare il modo con cui benefici e costi si combinano (Ammann, Oesch e Schmid 2011; Dittmar e Mahrt-Smith 2007; Drobetz, Grüninger e Hirschvogel 2010; Tong 2011), generando interdipendenze e complementarità. Pertanto, il presente lavoro si caratterizza per un'analisi sul ruolo dei molteplici fattori, sia *firm-specific* sia inerenti il contesto istituzionale, quali variabili di moderazione.

H.1: La relazione fra cash holding e valore d'impresa è moderata dal debito. Il debito rappresenta uno dei principali meccanismi di corporate governance, che influenza l'efficienza aziendale e, nel complesso, il successo dell'impresa (Jensen e Smith 2000; Mahrt-Smith 2005; Rajan e Zingales 2000). In generale, con riferimento alla governance, la presenza di debito offre benefici in termini di: (i) disciplina manageriale; (ii) minimizzazione dei costi associati alle asimmetrie informative. A tali benefici corrispondono dei costi connessi: (i) all'opportunismo di manager e azionisti di maggioranza a scapito dei creditori; (ii) alla perdita di flessibilità finanziaria. Soprattutto quest'ultimo punto è stato identificato da

Graham e Harvey (2001) come il più importante secondo 392 CFO americani. Proprio il potenziale effetto del debito per quel che riguarda problemi di opportunismo e flessibilità finanziaria rivela la possibile interazione con il cash holding. Il debito potrebbe avere un ruolo di complementarità con la liquidità aziendale in due diverse direzioni. In un primo caso, imprese con un alto livello di indebitamento potrebbero caratterizzarsi per un utilizzo opportunistico della liquidità aziendale. Quando il debito non svolge un ruolo di governance, di disciplina e incentivo, generando al contrario problemi di agenzia, cash holding sistematicamente maggiori potrebbero amplificare gli effetti negativi sulle performance. In un secondo caso, imprese con un alto livello di indebitamento, avvertendo il rischio di dissesto e una maggiore probabilità di fallimento, accumulano rilevanti riserve di liquidità al fine di salvaguardare la sopravvivenza aziendale da rischi di difficoltà finanziarie. Di conseguenza, il debito potrebbe amplificare i benefici connessi all'utilizzo del cash holding, in termini di *financial viability*, con un contributo positivo alla performance. In termini di riscontri empirici, Guney, Ozkan e Ozkan (2007) sostengono l'esistenza di un effetto di sostituzione fra debito e liquidità, affermando che l'indebitamento, a bassi livelli, esercita un impatto negativo sulla liquidità, ma la relazione diventa positiva per alti livelli di leva finanziaria. Inoltre, Faulkender e Wang (2006) evidenziano che il valore addizionale della liquidità aziendale diminuisce con l'incremento del cash holding, ma anche per livelli elevati di debito. Pertanto il cash holding sarebbe in grado di influenzare il valore dell'impresa interagendo con la struttura finanziaria.

H.2: La relazione fra cash holding e valore d'impresa è moderata dal controllo familiare. La superiore efficienza delle imprese familiari è tutt'altro che acclarata, anzi le evidenze empiriche appaiono controverse. Da una parte la

(2) L'opportunismo manageriale è agevolato dalle imperfezioni proprie dei mercati finanziari: asimmetrie informative, incompletezza contrattuale e costi di agenzia creano le condizioni affinché il potere discrezionale del manager si

manifesti a danno della razionale ricerca della crescita del valore d'impresa nel medio e lungo periodo (La Rocca et al. 2012).

letteratura, prevalentemente basata sugli Stati Uniti, indica potenziali benefici derivanti dal controllo familiare, connessi a un allineamento fra management e proprietà, con effetti positivi sulle performance aziendali (McConaughy *et al.* 1998; Anderson e Reeb 2003; Villalonga e Amit 2006). Dall'altra, i conflitti di interesse fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza potrebbero determinare delle inefficienze in grado di ostacolare virtuosi processi di crescita delle imprese (Claessens *et al.* 2002; Lemon e Lins 2003). Inoltre, eventuali tensioni a

ti, i risultati contrastanti circa l'efficienza delle imprese familiari potrebbero dipendere da fattori esterni alle imprese, quali la qualità del contesto giuridico, la protezione dei diritti degli investitori e la disponibilità di finanziamenti esterni (Gedajlovic *et al.* 2012; van Essen, van Oosterhout e Carney 2012). Kalcheva e Lins (2007) dimostrano che gli azionisti di controllo della famiglia sfruttano la debole protezione degli azionisti esterni per possedere, per scopi personali, un elevato livello di liquidità. È, di conseguenza, in questi casi

che possono emergere severi problemi di opportunismo fra azionisti di controllo (famiglia), piccoli investitori e altri stakeholder (Maury 2006). D'altronde, in contesti in cui la tutela degli azionisti è

Il controllo familiare, caratterizzando la governance aziendale, può significativamente influenzare la relazione fra liquidità e performance

livello familiare, oltre che potenziali differenze nelle finalità fra manager facenti riferimento al nucleo familiare e manager indipendenti dalla famiglia di controllo, potrebbero far sviluppare processi di distruzione di valore aziendale (Schulze *et al.* 2001). Diverse indagini empiriche rilevano un impatto negativo del controllo familiare sulla ricchezza degli azionisti di minoranza, mettendo in discussione gli effetti positivi della concentrazione della proprietà nelle mani della famiglia (Barontini e Caprio 2006).

Il controllo familiare, caratterizzando la governance aziendale, può significativamente influenzare la relazione fra liquidità e performance aziendale. La presenza di famiglie come azionisti di controllo risulta associata a più elevati livelli di liquidità (Ozkan e Ozkan 2004). Gli azionisti di controllo in una *family firm* potrebbero voler aumentare la disponibilità di fondi per preservare i propri privilegi. In altre parole, gli azionisti di controllo della *family firm*, che in molti casi coincidono con il management aziendale, potrebbero utilizzare la loro posizione dominante per accumulare denaro per scopi personalistici, a scapito degli azionisti di minoranza.

Ancor di più, la governance delle *family firm* è influenzata dal contesto istituzionale. Infat-

elevata, non esistono evidenze che suggeriscono che gli azionisti di controllo rappresentati da una famiglia accumulino cash a scapito degli azionisti di minoranza. Pertanto, la presenza dei familiari in qualità di proprietari, in contesti in cui la protezione verso gli investitori è bassa, genera problemi di opportunismo che amplificano gli effetti negativi del cash holding.

H.3: La relazione fra cash holding e valore d'impresa è moderata dalla presenza di investitori istituzionali. La crescente rilevanza dell'ingresso di investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese, sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili, determina significativi cambiamenti nella governance aziendale. Ferreira e Matos (2008) e Dahlquist e Robertsson (2001) evidenziano che gli investitori istituzionali preferiscono investire in imprese con elevati cash holding e che la loro presenza come azionisti ha un impatto positivo sul valore dell'impresa e sulle performance aziendali. Tale preferenza deriva dal fatto che, soprattutto in presenza di asimmetrie informative, ingenti somme di denaro in stock aumentano la solidità finanziaria.

ria rispetto ad altre imprese operanti nel mercato. Infatti, le riserve di cassa rappresentano un elemento segnaletico in grado di fornire informazioni sulla «forza» finanziaria di un'impresa e, quindi, sulla capacità di cogliere *growth opportunities*, soprattutto in periodi di crisi economica e di difficoltà di accesso al credito che altrimenti andrebbero perse (La Rocca *et al.* 2012). La letteratura (Shleifer e Vishny 1986; Bathala, Moon e Rao 1994), inoltre, riconosce che investitori con quote di partecipazione importanti, come gli investitori istituzionali, avendo orizzonti di investimento di lungo periodo, hanno un incentivo a controllare costantemente il management aziendale, ma anche competenze nell'apprezzare la qualità delle decisioni aziendali (Gillan e Starks 2003), accrescendo le performance aziendali. L'efficacia di tale meccanismo di corporate governance potrebbe condurre a un cash holding sistematicamente maggiore, con effetti positivi sulle performance. Allo stesso modo, il controllo attivo di investitori istituzionali, garantendo una superiore qualità dell'operato dei manager aziendali, facilita l'accesso al mercato finanziario e, quindi, riduce problemi di *financial constraints* (Attig *et al.* 2012). Pertanto la presenza di investitori istituzionali può determinare una riduzione dei problemi di opportunismo e dei costi per l'accesso al finanziamento esterno che favorisce l'utilizzo di cash stock da destinare alla realizzazione di progetti a VAN positivo.

H.4: La relazione fra cash holding e valore d'impresa è moderata dalla costrizione finanziaria. I problemi di asimmetria informativa e il costo eccessivo della finanza esterna possono creare per le imprese costrizioni nell'accesso al credito, cioè vincoli finanziari che ostacolano la crescita e lo sviluppo (Fazzari, Hubbard e Petersen 1988). Di conseguenza, le imprese saranno interessate ad accumulare riserve di liquidità tanto più elevate quanto più severi saranno i problemi di *financial constraints* (Almeida, Campello e Weisbach 2004), in modo da avere un «cuscinetto» (*buffer*) che permetterà di cogliere *growth opportunities* che altrimenti, stante le difficoltà nel ricorrere al mer-

cato dei capitali esterno, si perderebbero. Detenere elevati stock di cash riduce i costi associati all'accesso al mercato esterno dei capitali, favorendo la capacità dell'impresa di cogliere *growth opportunities*. Anche se alcuni autori (Pinkowitz e Williamson 2002; Pinkowitz, Stulz e Williamson 2006) non rilevano differenze nel valore economico fra imprese finanziariamente solide e imprese *financially constrained*, altri autori (Faulkender e Wang 2006; Denis e Sibilkov 2009) evidenziano come alti livelli di cash holding possano incrementare il valore di imprese *financially constrained*. Denis e Sibilkov (2009) forniscono evidenze che il valore del cash holding è maggiore per imprese *financially constrained* piuttosto che per imprese *unconstrained*. Inoltre, Harford, Humphrey-Jenner e Powell (2012) verificano che i costi di agenzia derivanti dalla detenzione di abbondante liquidità sono più bassi per imprese finanziariamente vincolate, data la minore discrezionalità manageriale e quindi le minori possibilità di investire in progetti non redditizi.

H.5: La relazione fra cash holding e valore d'impresa è moderata dallo status di impresa non quotata. Lo status di impresa non quotata può avere effetti importanti sulla liquidità. Infatti, le opportunità di finanziamento esterno per imprese *unlisted* sono inferiori a quelle disponibili per imprese quotate, e questo potrebbe determinare una maggiore necessità a detenere cash per le imprese non quotate. In altri termini, le imprese *unlisted* potrebbero detenere elevate quantità di denaro, al fine di superare problemi di *financial constraints* e poter finanziare, senza particolari difficoltà, i loro progetti di investimento (Kim 1999). D'altro canto, l'impresa non quotata non è soggetta a vincoli di trasparenza dei documenti contabili e a comunicazioni finanziarie per informare tempestivamente gli azionisti e il mercato. Inoltre, non deve sottostare a controlli da parte degli organismi istituzionali operanti nei mercati borsistici preposti al fine di garantire la tutela degli investitori. In tal modo, una maggiore opacità informativa e un minore monitoring del mercato finanziario esterno influenzano i rapporti fra la governance

aziendale e gli azionisti di minoranza nelle imprese non quotate, determinando il probabile aumento dei conflitti di interesse, con una conseguente crescita dei costi di agenzia (Chittenden, Hall e Hutchinson 1996). Di conseguenza, soprattutto in contesti istituzionali poco efficienti, in cui la protezione per i piccoli investitori è scarsa, la disponibilità di cash stock in imprese non quotate, rispetto a quelle quotate in borsa, potrebbe essere indirizzata più facilmente verso il soddisfacimento di interessi personali piuttosto che alla creazione di valore per l'impresa, creando occasioni per cui chi ha il controllo può sottrarre valore a danno di altri stakeholder aziendali.

H.6: La relazione fra cash holding e valore d'impresa è moderata da shock macroeconomici. I benefici del cash holding possono essere molto rilevanti in periodi in cui si verificano shock macroeconomici. Infatti, per molte imprese, il finanziamento esterno diventa troppo costoso e/o problematico da ottenere a causa delle difficoltà di accesso nei mercati finanziari. Pertanto, le imprese tendono ad aumentare le consistenze di cassa in modo

negativi nell'offerta di *external funding* rilevanti riduzioni negli investimenti proprio in imprese con basse riserve di liquidità aziendale. Faulkender e Wang (2006), Acharya, Almeida e Campello (2007), Denis e Sibilkov (2009) e Fresard (2010) forniscono evidenze empiriche che mostrano i benefici del cash holding quando le imprese si trovano ad affrontare shock negativi sul mercato finanziario. In virtù di tali considerazioni, la relazione fra cash holding e performance è significativamente moderata dalla recente crisi finanziaria quale proxy di shock macroeconomici.

H.7: La relazione fra cash holding e valore d'impresa è moderata dallo sviluppo del sistema finanziario. Negli ultimi anni, l'interesse accademico per il ruolo che il sistema finanziario può svolgere nel processo di crescita, sia in contesti in via di sviluppo sia nei paesi industrializzati, è aumentato considerevolmente. Rajan e Zingales (2001) osservano come i servizi offerti da un sistema finanziario, a prescindere che esso sia basato sul funzionamento degli intermediari finanziari o del mercato, abbiano un ruolo di influenza fondamentale a

supporto della crescita industriale di un paese. Inoltre, in presenza di un contesto istituzionale inefficiente, con un mercato finanziario poco sviluppato, il basso livello di tutela degli investitori crea pe-

Le riserve di liquidità aiutano le imprese a mantenere posizioni finanziarie sane e ridurre la probabilità di fallimento durante la crisi finanziaria

da evitare di dover dipendere dalla raccolta di capitali nei mercati esterni in situazioni di crisi/recessione. La presenza di riserve di liquidità aiuta le imprese a mantenere posizioni finanziarie sane e ridurre la probabilità di fallimento durante la crisi finanziaria. Durante una crisi finanziaria, le imprese osservano la diminuzione dei cash flow e, quindi, per finanziare i propri progetti di investimento potrebbero fare ricorso alle riserve di cassa e/o sottoscrivere nuovo debito, oppure emettere equity per salvaguardare gli equilibri aziendali. Per esempio, Duchin, Ozbas e Sensoy (2010) riscontrano quale conseguenza di shock ne-

ricolose situazioni di opportunismo (Djankov *et al.* 2008). Un sistema finanziario più sviluppato fornisce sostegno finanziario alle imprese in modo più efficiente e provvede a un ulteriore controllo sul comportamento opportunistico da parte del management. Kalcheva e Lins (2007) e Dittmar e Mahrt-Smith (2007) riscontrano un valore del cash stock inferiore in paesi in cui la protezione per gli investitori è bassa. Anche Pinkowitz, Stulz e Williamson (2003), esaminando il valore delle imprese che detengono attività liquide, arrivano alla conclusione che le disponibilità di cassa detenute dalle imprese nei paesi con istituzio-

ni poco sviluppate contribuiscono in misura significativa a determinare un valore inferiore delle azioni rispetto alle attività liquide detenute dalle imprese nei paesi con istituzioni migliori. Faulkender e Wang (2006) evidenziano che il valore del cash holding diminuisce in conseguenza di miglioramenti nell'accesso al credito.

Dati e metodologia

Il campione oggetto di analisi si compone di 253 imprese italiane non finanziarie quotate e non (2819 osservazioni), nel periodo 1980-2011, estratte dalla banca dati Mediobanca R&S. Viene applicato il seguente modello empirico.

$$\text{Performance} = f(\text{Cash Holding, Variabili di Moderazione, Cash Holding} \times \text{Variabili di Moderazione, Variabili di Controllo})$$

Le variabili utilizzate sono descritte nell'Appendice 1. Come variabile dipendente viene utilizzato il ROA *industry-adjusted* (secondo la tassonomia di Pavitt), misurato dal rapporto fra risultato operativo e totale attivo. Il cash holding viene misurato come disponibilità di cassa ed equivalenti su totale dell'attivo. Inoltre, per verificare la presenza di un eventuale legame non lineare è stata inserita anche la variabile cash al quadrato. Nel modello sono presenti alcune variabili di controllo (*Leverage, Tangibility, Size, D_Diversification, Growth_Oppportunity*).

In merito ai fattori di moderazione, molteplici sono i criteri applicati in modo da testare le ipotesi di ricerca. Da un punto di vista empirico, vengono utilizzate delle variabili di interazione tra cash holding e una dummy per ciascuna variabile di interesse. Si tratta in tutti i casi di dummy pari a 1: a) per elevati livelli di indebitamento (valori mediani); b) in caso di imprese a controllo familiare (3); c) nel caso in cui nell'assetto proprietario sia presente un inve-

stitore istituzionale; d) in caso di imprese non quotate; e) per imprese *financially constrained* che presentano un valore elevato (superiore ai primi due decili) dell'indice di Whited e Wu (2006). Al fine di considerare fattori istituzionali vengono utilizzate in interazione le seguenti variabili dummy: 1) una dummy «riforma bancaria» pari a 1 per gli anni successivi 1990, a seguito dell'entrata in vigore della riforma del sistema bancario; 2) una variabile di sviluppo bancario calcolata come rapporto fra credito privato delle banche e altri istituti finanziari su PIL; 3) una variabile di sviluppo del mercato calcolata come rapporto fra capitalizzazione di mercato e PIL. Infine, per ciascuno degli anni in cui si è manifestata la crisi (2008, 2009, 2010 e 2011) è stata creata una dummy e fatta interagire con il cash holding. La Tabella 1 fornisce informazioni sulle principali caratteristiche statistiche delle variabili utilizzate nell'analisi.

All'interno del campione, in media, la percentuale di liquidità detenuta nelle imprese italiane si attesta al 7,8 per cento, in linea con quanto si riscontra nei principali studi in materia. Non si segnalano problemi di correlazioni fra variabili.

TABELLA 1 | STATISTICHE DESCRITTIVE

	Variabili	Media	SD	Mediana
1	Adj_Roa	0,000	0,077	-0,007
2	Cash Holding	0,078	0,105	0,045
3	Leverage	0,441	0,238	0,448
4	Tangibility	0,369	0,176	0,345
5	Size	20,42	1,452	20,36
6	Growth_Opp.	0,111	0,533	0,066
7	D_Diversification	0,524	0,500	1
8	D_Family	0,584	0,493	1
9	D_Unlisted_firms	0,617	0,488	1
10	D_Institutional_Investor	0,369	0,482	0
11	D_Constrained_Firms	0,184	0,387	0

(3) Un'impresa, per qualificarsi come impresa di famiglia, deve soddisfare almeno uno dei seguenti criteri: a) il fondatore e/o membri della famiglia devono detenere più del 25 per cento delle azioni; oppure b) se la famiglia fondatrice possiede meno del 25 per cento delle azioni, la famiglia deve essere rappresentata nel CdA o nel consiglio di sorveglianza.

Relazione fra cash holding e valore

La Tabella 2 riporta i risultati dell'analisi empirica sulla relazione fra cash holding e performance. Le stime si basano su un *robust fixed-effects panel model* (4). Come *robustness* viene applicata la tecnica System SYS-GMM di Arell-

lano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), per tener conto di eventuali problemi di *endogeneity* (5). Anche in presenza di eventuali problemi di *endogeneity* i risultati sono confermati.

I risultati ottenuti, anche considerando diverse tecniche econometriche e la non linea-

TABELLA 2 | RELAZIONE FRA LIQUIDITÀ E PERFORMANCE

Variabili	(1) FE	(2) FE	(3) OLS	(4) FE	(5) GMM
Cash Holding	0,037** (0,011)	-0,012 (0,020)	0,051*** (0,019)	0,039*** (0,011)	0,047*** (0,012)
Cash Holding ²		0,051** (0,023)			
Leverage	-0,072*** (0,006)	-0,072*** (0,006)	-0,089*** (0,008)	-0,079*** (0,006)	-0,069*** (0,005)
Tangibility	-0,033*** (0,011)	-0,038*** (0,011)	-0,040*** (0,010)	-0,031*** (0,011)	-0,33** (0,010)
Size	-0,017*** (0,002)	-0,017*** (0,002)	-0,001 (0,002)	-0,012*** (0,002)	-0,015*** (0,001)
Growth_Opportunity	0,012*** (0,003)	0,012*** (0,003)	0,013** (0,005)	0,012*** (0,003)	0,010*** (0,002)
D_Diversification	-0,003 (0,004)	-0,002 (0,004)	-0,006* (0,003)	0,002 (0,004)	0,003 (0,005)
D_Family	-0,030** (0,014)	-0,028* (0,014)	0,014*** (0,004)	-0,017 (0,013)	-0,019 (0,016)
D_Unlisted_firms	0,010* (0,006)	0,007 (0,005)	0,014*** (0,004)	0,010** (0,004)	0,007* (0,003)
D_Institutional_Investor	0,007 (0,010)	0,008 (0,010)	-0,013*** (0,004)	0,011 (0,010)	0,007 (0,021)
D_Constrained_Firms	-0,012*** (0,004)	-0,012*** (0,004)	-0,014** (0,006)	-0,016*** (0,004)	-0,013*** (0,004)
Observations	2.819	2.819	2.819	2.819	2.381
R ²	0,125	0,120	0,118	0,119	
AR(2)					0,94
Hansen Test					116,33

Note: fra parentesi *standard error robust*. (*), (**) e (***) indicano significatività statistica al 10, 5 e 1 per cento, rispettivamente. Inserite nel modello variabili di controllo, industry e year dummy

(4) In generale, il test di specificazione di Hausman suggerisce di preferire il modello *fixed-effect* a quello *random-effect*.

(5) È stata utilizzata la variabile dipendente lagcata da *t-1* a *t-2* e come endogene le va-

riabili che con molta probabilità sono simultaneamente determinate con le performance (cash holding, size, leverage e growth opportunity) laggate da *t-2* a *t-3*. Inoltre, le dummy settore e anno sono anche utilizzate come

strumenti, in modo da tenere sotto controllo la presenza di effetti macroeconomici. Le restanti variabili sono state considerate esogene.

rità, rivelano un effetto diretto positivo del cash holding sulle performance. Nonostante i risultati mostrino un effetto (netto) positivo del cash holding sulle performance aziendali, non è detto che tale relazione non sia influenzata da fattori in grado di modificare segno e intensità del valore del cash holding. Pertanto, vengono introdotte all'interno del modello di analisi delle variabili di interazione.

La Tabella 3 mostra la relazione fra cash holding e performance condizionata da fattori *firm-specific*. In generale, osservando il cambiamento nell' R^2 si nota una maggiore varianza spiegata, seppur in maniera contenu-

ta, grazie all'introduzione nel modello dei moderatori *firm-specific*, mentre ridotto è il contributo dall'introduzione nel modello dei moderatori istituzionali.

Il livello di indebitamento non sembra influenzare il valore del cash holding; potrebbe essere importante approfondire in future ricerche il ruolo di tale variabile investigando il potenziale impatto di problemi di *risk shifting* e *debt overhang*. Si conferma l'importanza del ruolo della famiglia. I risultati suggeriscono che la presenza di una famiglia al controllo rafforza il rapporto tra consistenze di cassa e performance.

TABELLA 3 | FATTORI DI MODERAZIONE FIRM-SPECIFIC

Variabili	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Cash Holding	0,024*** (0,009)	0,028** (0,013)	-0,018 (0,021)	0,013 (0,014)	0,086*** (0,019)	0,035*** (0,010)
D_High Debt	-0,014 (0,015)	-0,007 (0,004)				
D_High Debt×Cash Holding	0,005 (0,020)	0,007 (0,027)				
D_Family	-0,025** (0,012)	-0,028** (0,013)	-0,029** (0,011)	-0,031** (0,013)	-0,030** (0,014)	-0,037** (0,016)
D_Family×Cash Holding	0,051*** (0,016)		0,065*** (0,024)			
D_Institutional_Investor	0,013 (0,022)	0,007 (0,019)	0,009 (0,013)	0,008 (0,010)	0,005 (0,018)	0,010 (0,013)
D_Institutional_Investor×Cash Holding	0,032** (0,014)			0,051** (0,022)		
D_Unlisted_Firms	0,011*** (0,001)	0,009* (0,005)	0,008 (0,010)	0,007 (0,008)	0,016*** (0,005)	0,012* (0,006)
D_Unlisted_Firms×Cash Holding	-0,132*** (0,035)				-0,095*** (0,023)	
D_Constrained_Firms	0,044*** (0,015)	0,038*** (0,010)	0,042*** (0,013)	0,030*** (0,011)	0,036*** (0,008)	0,028*** (0,004)
D_Constrained_Firms×Cash Holding	0,039*** (0,013)					0,027*** (0,009)
Observations	2.819	2.819	2.819	2.819	2.819	2.819
R ²	0,145	0,111	0,113	0,115	0,110	0,138

Note: fra parentesi *standard error robust.* (*), (**) e (***) indicano significatività statistica al 10, 5 e 1 per cento, rispettivamente. Inserite nel modello variabili di controllo, industry e year dummy

TABELLA 4 | FATTORI ISTITUZIONALI E MACROECONOMICI DI MODERAZIONE

Variabili	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Cash Holding	0,039*** (0,013)	0,026** (0,012)	0,045*** (0,014)	0,041*** (0,030)	0,062** (0,025)
D_2008×Cash Holding	0,040** (0,018)	0,050** (0,023)			
D_2009×Cash Holding	0,053*** (0,010)	0,033** (0,014)			
D_2010×Cash Holding	0,022* (0,013)	0,013* (0,007)			
D_2011×Cash Holding	0,013 (0,011)	0,007 (0,005)			
Bank_Reform	-0,001 (0,009)		-0,002 (0,004)		
Bank_Reform×Cash Holding	-0,023* (0,014)		-0,061*** (0,019)		
Bank_Development	0,005 (0,011)			0,002 (0,006)	
Bank_Development×Cash Holding	-0,032** (0,014)			-0,071* (0,039)	
Market_Development	-0,000 (0,002)				-0,000 (0,007)
Market_Development×Cash Holding	-0,037 (0,052)				-0,082 (0,058)
Observations	2.819	2.819	2.819	2.819	2.819
R ²	0,131	0,126	0,128	0,126	0,124

Note: fra parentesi *standard error robust.* (*), (**) e (***) indicano significatività statistica al 10, 5 e 1 per cento, rispettivamente. Inserite nel modello variabili di controllo, industry e year dummy

La famiglia, azionista di controllo, piuttosto che utilizzare la propria posizione dominante per accumulare opportunisticamente denaro, a scapito delle performance aziendali, impiega il cash per salvaguardare l'efficienza della gestione e sostenere le prestazioni aziendali. Inoltre, l'effetto della detenzione di liquidità sulle performance dipende dalla presenza nel capitale dell'impresa di investitori istituzionali che, in grado di dirimere potenziali conflitti tra azionisti di maggioranza e di minoranza, amplificano il valore del cash holding.

Con riferimento allo status di impresa non quotata il coefficiente della variabile interazione è negativo e statisticamente significativo, ed è superiore al valore dell'effetto diretto (positivo) del cash holding sulle performance. Un

elevato cash holding nelle società non quotate sembra condurre a minori performance aziendali. Infine, in merito a problemi di *financial constraints*, il coefficiente stimato del termine di interazione è positivo e statisticamente significativo. L'effetto positivo del cash holding sulle performance aumenta notevolmente considerando imprese *financially constrained*.

La Tabella 4 mostra i risultati per i fattori di moderazione istituzionali e informa sulle conseguenze di shock macroeconomici.

Con riferimento al periodo di crisi finanziaria i risultati evidenziano la rilevanza della detenzione di liquidità. Imprese con riserve di liquidità hanno avuto una superiore capacità di sostenere le performance aziendali in tale periodo. In periodi di crisi in cui le imprese ve-

dono ridursi il loro giro di affari e assistono a una conseguente diminuzione dei profitti, il cash stock si conferma uno strumento valido e alternativo, come affermato dalla motivazione precauzionale, alle risorse provenienti dai mercati finanziari. Per cui, avere delle riserve di cassa consente alle imprese di disporre di un *buffer* finanziario che permette loro di sostenere progetti di investimento che altrimenti si perderebbero, considerate le difficoltà di accesso al mercato dei capitali esterno. Detenere cash stock è stato molto importante nel 2008 e nel 2009, anni di profonda crisi, e poi di meno nel 2010, fino a che nel 2011 non è stata rilevata più differenza con gli anni precedenti allo scoppio della crisi.

In merito alla dummy sulla riforma bancaria e alla variabile sullo sviluppo del sistema bancario, l'effetto positivo della liquidità aziendale appare uno strumento utilizzato dalle imprese per sostenere processi di sviluppo aziendale soprattutto in presenza di inefficienze nel mercato bancario. Miglioramenti nel sistema bancario, e un migliore accesso al credito, riducono l'interesse a detenere stock di cash per non perdere *growth opportunities*. Al contrario, lo sviluppo dei mercati azionari in Italia non sembra aver influenzato il valore del cash.

Conclusioni

L'analisi empirica ha evidenziato una relazione positiva tra cash holding e performance d'impresa. Le riserve di liquidità sembrerebbero essere in grado di accrescere il valore dell'impresa.

Introducendo alcune variabili di interazione, facenti riferimento a caratteristiche *firm-specific*, nonché fattori inerenti il contesto istituzionale, si nota che mentre alcuni fattori non sembrano in grado di alterare le performance aziendali (grado di indebitamento, livello di diversificazione di prodotto), altri risultano estremamente rilevanti nell'influenzare il valore della liquidità aziendale.

I risultati mostrano che l'effetto del cash holding sulle performance è moderato da strumenti di corporate governance che limitano comportamenti opportunistici. In particolare, tale effetto è positivo nelle imprese fa-

miliari e quando sono presenti investitori istituzionali. Il controllo familiare può assumere un ruolo centrale nel mantenere un sistema di governance efficiente finalizzato a un produttivo impiego della liquidità aziendale, in modo da sostenere processi virtuosi di creazione di valore. Allo stesso modo, la presenza di investitori istituzionali, dediti a un costante monitoraggio del management, determina una riduzione dei costi di agenzia derivanti dalla presenza di eccessiva liquidità. Pertanto, sebbene gli investitori istituzionali tendano a preferire investimenti in imprese *cash rich*, essi sembrano capaci di proteggere il valore della liquidità da scelte opportunistiche, offrendo un sistema di incentivi e di controllo in grado di proteggere l'allocazione efficiente delle risorse nelle attività aziendali.

Di converso, nelle imprese non quotate in mercati regolamentati, livelli crescenti di cash holding determinano minori performance d'impresa. I minori controlli cui sono sottoposte tali imprese, rispetto a quelle quotate, creano le condizioni per maggiori problemi di opportunismo manageriale, soprattutto a svantaggio di azionisti e investitori. Elevate riserve di liquidità, particolarmente in contesti con una bassa protezione degli stakeholder finanziari minori, potrebbero favorire manager e azionisti di maggioranza a utilizzi discrezionali e inefficienti delle risorse aziendali, sfruttando i benefici privati del controllo per attivare strategie di *empire building* e *tunnelling*.

Nelle imprese *financially constrained*, la detenzione di liquidità supporta le performance dell'impresa. I benefici connessi alla liquidità sono in grado di ridurre problemi di *financial constraints*, sostenendo percorsi di crescita e sviluppo aziendale difficilmente realizzabili senza avere reali possibilità di accesso ai finanziamenti derivanti dai mercati dei capitali. I risultati confermano quanto già ipotizzato, ossia che le giacenze di cassa permettono a imprese *financially constrained* di poter intraprendere progetti profittevoli che altrimenti sarebbero state opportunità perse. Tali imprese adottano politiche di ritenzione di cash al fine di mitigare gli effetti negativi derivanti da problemi di *financial constraints*.

Ancora in merito al ruolo del cash holding a supporto della *financial viability* aziendale, si evidenzia come la detenzione di consistenze di cassa in periodi di crisi sostenga superiori performance d'impresa. I risultati dei coefficienti delle variabili di interazione fra il cash holding e gli anni di crisi relativamente all'Italia, dal 2008 al 2011, sono inizialmente, nei primi anni della crisi, positivi e statisticamente significativi e, infine, evidenziano un valore non statisticamente significativo nell'ultimo periodo oggetto di analisi, in cui la crisi sembra essere di portata inferiore. Il valore del cash holding è particolarmente rilevante proprio negli anni di crisi più intensa, evidenziando il ruolo di *buffer* di risorse immediatamente disponibili per preservare il corretto svolgimento dell'attività aziendale. È possibile supporre che le minori risorse disponibili sul mercato finanziario,

a causa di razionamento e difficoltà di accesso al credito esterno, unitamente alla diminuzione dei flussi di cassa autogenerati dall'impresa, derivanti da una contrazione nei mercati dei prodotti e dalla più generale recessione nell'economia reale, vengano compensate dalla presenza di riserve di cash in grado di salvaguardare gli equilibri aziendali, alimentare investimenti e cogliere opportunità di crescita.

L'introduzione di nuovi regolamenti e riforme nel sistema bancario sembra annullare gli effetti positivi del cash holding fino a determinare un effetto negativo sulle performance. È probabile che, in presenza di inefficienze del mercato finanziario, scorte di liquidità siano determinate da motivi precauzionali e dall'interesse a non perdere *growth opportunities*. Al contrario, miglioramenti nell'efficienza e nel livello di sviluppo del sistema finanziario sem-

APPENDICE 1 | DESCRIZIONI DELLE VARIABILI

Variabili	Descrizioni
Adj_Roa	Rapporto tra RO e capitale investito meno valore medio di settore
Cash Holding	Disponibilità di cassa su capitale investito
Cash Holding ²	Cash Holding al quadrato
Leverage	Rapporto fra debiti finanziari e debiti finanziari più equity
Size	Logaritmo del totale attivo
Tangibility	Rapporto fra attività tangibili e totale attivo
Growth_Opportunity	Variazione percentuale delle vendite dall'anno <i>t</i> all'anno <i>t-1</i>
D_Diversification	Pari a 1 se l'impresa è diversificata, 0 altrimenti
D_Family	Pari a 1 per le imprese familiari, ovvero quelle in cui i membri familiari detengono più del 25 per cento delle azioni e/o hanno un ruolo nella gestione o nel CdA, 0 altrimenti
D_Unlisted_Firms	Pari a 1 per le imprese non quotate, 0 altrimenti
D_High Debt	Pari a 1 quando il debito è maggiore del suo valore mediano, 0 altrimenti
D_Institutional_Investor	Pari a 1 per le imprese in cui la somma di tutte le partecipazioni istituzionali è superiore al 5 per cento, 0 altrimenti
D_Constrained_Firms	Pari a 1 quando l'indice di Whited-Wu è superiore dei primi due decili, 0 altrimenti
Bank Reform	Pari a 1 per gli anni pari o successivi al 1990, anno in cui la riforma bancaria è entrata in vigore, 0 altrimenti
Bank Development	Rapporto fra credito erogato dalle banche e da altri istituti e PIL
Market Development	Rapporto fra capitalizzazione di mercato e PIL

brano ridurre il valore del cash holding nelle imprese. In tal caso, perde rilevanza una delle principali motivazioni a sostegno del cash holding, ossia la detenzione di liquidità aziendale in qualità di *buffer* finanziario a disposizione per le imprese nei momenti di difficoltà di accesso al credito. Viene, di conseguenza, supportata la tesi secondo cui le istituzio-

ni dovrebbero puntare al continuo miglioramento dei sistemi finanziari, fornendo maggiore protezione legale per gli investitori e definendo politiche in grado di ridurre le asimmetrie informative. ■

Esplora **e&m** PLUS su

www.economiaemanagement.it

Riferimenti bibliografici

- Acharya V., Almeida H., Campello M., 2007. «Is Cash Negative Debt? A Hedging Perspective on Corporate Financial Policies», *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), pp. 515-54.
- Almeida H., Campello M., Weisbach M., 2004. «The Cash Flow Sensitivity of Cash», *The Journal of Finance*, 59(4), pp. 1777-1804.
- Ammann M., Oesch D., Schmid M., 2011. *Cash Holdings and Corporate Governance Around the World*, working paper, Swiss Institute of Banking and Finance, Stern School of Business and University of Mannheim.
- Anderson R., Reeb D., 2003. «Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500», *The Journal of Finance*, 58(3), pp. 1301-27.
- Arellano M., Bover O., 1995. «Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-components Models», *Journal of Econometrics*, 68(1), pp. 29-51.
- Attig N., Cleary S., El Ghouli S., Guedhami O., 2012. «Institutional Investment Horizon and Investment-cash flow Sensitivity», *Journal of Banking & Finance*, 36(4), pp. 1164-80.
- Barontini R., Caprio L., 2006. «The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe», *European Financial Management*, 12(5), pp. 689-723.
- Bathala C., Moon K., Rao R.P., 1994. «Managerial Ownership, Debt Policy, And The Impact Of Institutional Holdings: An Agency Perspective», *Financial Management*, 23(3) pp. 38-50.
- Bigelli M., Sánchez-Vidal J., 2012. «Cash Holdings in Private Firms», *Journal of Banking & Finance*, 36(1), pp. 26-35.
- Blundell R., Bond S., 1998. «Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models», *Journal of Econometrics*, 87(1), pp. 115-43.
- Brounen D., De Jong A., Koedijk K., 2004. *Corporate Finance in Europe Confronting Theory with Practice*, paper presented at the EFA 2004 Maastricht Meetings Paper.
- Chittenden F., Hall G., Hutchinson P., 1996. «Small Firm Growth, Access to Capital Markets and Financial Structure: Review of Issues and an Empirical investigation», *Small Business Economics*, 8(1), pp. 59-67.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L., 2002. «Disentan-
- gling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings», *The Journal of Finance*, 57(6), pp. 2741-71.
- Dahlquist M., Robertsson G., 2001. «Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics», *Journal of Financial Economics*, 59(3), pp. 413-40.
- Denis D., Sibilkov V., 2009. «Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings», *Review of Financial Studies*, published online, hhp031.
- Dittmar A., Mahrt-Smith J., 2007. «Corporate Governance and the Value of Cash Holdings», *Journal of Financial Economics*, 83(3), pp. 599-634.
- Dittmar A., Mahrt-Smith J., Servaes H., 2003. «International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), pp. 111-33.
- Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., 2008. «The Law and Economics of Self-dealing», *Journal of Financial Economics*, 88(3), pp. 430-65.
- Drobetz W., Grüninger M., Hirschvogel S., 2010. «Information Asymmetry and the Value of Cash», *Journal of Banking & Finance*, 34(9), pp. 2168-84.
- Duchin R., Ozbas O., Sensoy B.A., 2010. «Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis», *Journal of Financial Economics*, 97(3), pp. 418-35.
- Faulkender M., Wang R., 2006. «Corporate Financial Policy and the Value of Cash», *The Journal of Finance*, 61(4), pp. 1957-90.
- Fazzari S., Hubbard R., Petersen B.C., 1988. «Financing Constraints and Corporate Investment», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1(1), pp. 141-95.
- Ferreira M., Matos P., 2008. «The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World», *Journal of Financial Economics*, 88(3), pp. 499-533.
- Ferreira M., Vilela A.S., 2004. «Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries», *European Financial Management*, 10(2), pp. 295-319.
- Fresard L., 2010. «Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings», *The Journal of Finance*, 65(3), pp. 1097-1122.
- Foley F.C., Hartzell J., Titman S., Twite G., 2007. «Why Do

Firms Hold so Much Cash? A Tax-based Explanation», *Journal of Financial Economics*, 86(3), pp. 579-607.

■ Gedajlovic E., Carney M., Chrisman J., Kellermanns F., 2012. «The Adolescence of Family Firm Research Taking Stock and Planning for the Future», *Journal of Management*, 38(4), pp. 1010-37.

■ Gillan S., Starks L., 2003. «Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective», *Journal of Applied Finance*, 13(2), pp. 4-22.

■ Graham J., Harvey C., 2001. «The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field», *Journal of Financial Economics*, 60(2), pp. 187-243.

■ Guney Y., Ozkan A., Ozkan N., 2007. «International Evidence on the Non-linear Impact of Leverage on Corporate Cash Holdings», *Journal of Multinational Financial Management*, 17(1), pp. 45-60.

■ Harford J., 1999. «Corporate Cash Reserves and Acquisitions», *The Journal of Finance*, 54(6), pp. 1969-97.

■ Harford J., Humphery-Jenner M., Powell R., 2012. «The Sources of Value Destruction in Acquisitions by Entrenched Managers», *Journal of Financial Economics*, 106(2), pp. 247-61.

■ Harford J., Mansi S., Maxwell W., 2008. «Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US», *Journal of Financial Economics*, 87(3), pp. 535-55.

■ Huang Y., Elkinawy S., Jain P., 2013. «Investor Protection and Cash Holdings: Evidence from US cross-listings», *Journal of Banking & Finance*, 37(3), pp. 937-51.

■ Jensen M., 1986. «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers», *The American Economic Review*, 76(2), pp. 323-29.

■ Jensen M., Smith C., 2000. «Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory», in M. Jensen, *A Theory of the Firm. Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Cambridge (MA), Harvard University Press.

■ Kalcheva I., Lins K., 2007. «International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems», *Review of Financial Studies*, 20(4), pp. 1087-1112.

■ Kim C.-S., Mauer D., Sherman A., 1998. «The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(03), pp. 335-59.

■ Kim J., 1999. «The Relaxation of Financing Constraints by the Initial Public Offering of Small Manufacturing Firms», *Small Business Economics*, 12(3), pp. 191-202.

■ La Rocca M., La Rocca T., Staglianò R., Cariola A., 2012. «Detenere liquidità genera valore?», *Economia & Management*, n. 2, pp. 73-90.

■ Lemmon M., Lins K., 2003. «Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis», *The Journal of Finance*, 58(4), pp. 1445-68.

■ Lundstrum L., 2003. «Firm Value, Information Problems and the Internal Capital Market», *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 21(2), pp. 141-56.

■ Luo Q., Hachiya T., 2005. «Corporate Governance, Cash Holdings, and Firm Value: Evidence from Japan», *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 8(04), pp. 613-36.

■ Mahrt-Smith J., 2005. «The Interaction of Capital Structure and Ownership Structure», *The Journal of Business*, 78(3), pp. 787-816.

■ Maury B., 2006. «Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations», *Journal of Corporate Finance*, 12(2), pp. 321-41.

■ McConaughy D., Walker M., Henderson G., Mishra C., 1998. «Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value», *Review of Financial Economics*, 7(1), pp. 1-19.

■ Mello R., Krishnaswami S., Larkin P., 2008. «Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Spin-offs», *Journal of Banking & Finance*, 32(7), pp. 1209-20.

■ Oler D., Waageleijn J., 2011. «Can Long-term Performance Plans Mitigate the Negative Effects of Stock Consideration and High Cash for Acquirers?», *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 37(1), pp. 63-86.

■ Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R., 1999. «The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings», *Journal of Financial Economics*, 52(1), pp. 3-46.

■ Ozkan A., Ozkan N., 2004. «Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies», *Journal of Banking & Finance*, 28(9), pp. 2103-34.

■ Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R., 2003. *Do Firms in Countries with Poor Protection of investor Rights Hold More Cash?*, NBER Working Paper n. 10188.

■ Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R., 2006. «Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance?», *The Journal of Finance*, 61(6), pp. 2725-51.

■ Pinkowitz L., Williamson R., 2002. *What Is a Dollar Worth? The Market Value of Cash Holdings*, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=355840>.

■ Rajan R., Zingales L., 2000. *The Governance of the New Enterprise*, NBER Working Paper n. 7958.

■ Rajan R., Zingales L., 2001. *The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms*, NBER Working Paper n. 8177.

■ Soddour K., 2006. «The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French Firms», *Cahier de recherche*, n. 6.

■ Schulze W., Lubatkin M., Dino R., Buchholtz A., 2001. «Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence», *Organization science*, 12(2), pp. 99-116.

■ Shleifer A., Vishny R., 1986. «Large Shareholders and Corporate Control», *The Journal of Political Economy*, 94(3/1), pp. 461-88.

■ Tong Z., 2011. «Firm Diversification and the Value of Corporate Cash Holdings», *Journal of Corporate Finance*, 17(3), pp. 741-58.

■ van Essen M., van Oosterhout J., Carney M., 2012. «Corporate Boards and the Performance of Asian Firms: A Meta-analysis», *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), pp. 873-905.

■ Villalonga B., Amit R., 2006. «How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?», *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp. 385-417.

■ Whited T., Wu G., 2006. «Financial Constraints Risk», *Review of Financial Studies*, 19(2), pp. 531-59.