
Strategia e auditing aziendale (Strategie finanziarie e risk management)

Giuseppe Marzo

Università di Ferrara

mrzgpp@unife.it

TEORIE DELL'IMPRESA E POLITICHE FINANZIARIE

Teoria neoclassica

Criteri di definizione della struttura finanziaria ottimale

- ❑ indifferenza tra le diverse fonti di finanziamento
- ❑ valore del beneficio fiscale del debito
- ❑ massimizzazione del valore azionario

Focus

equilibrio del mercato

Caratteristiche delle fonti di finanziamento

tutte le possibili fonti di finanziamento sono codificate nei termini del binomio rischio-rendimento

Teoria neoclassica e teoria dell'impresa

- L'impresa come funzione di produzione
- Il mito della massimizzazione del profitto
- L'individualismo metodologico
- A-temporalità

«Une fois l'équilibre établi en principe, l'échange peut s'effectuer tout de suite. La production exige un certain délai. Nous résoudrons cette seconde difficulté en faisant ici purement et simplement abstraction de ce délai.» (Walras, 1926, pag. 215).

Cosa non interessa alla teoria neoclassica (Furubotn e Richter, 2000)

- se lo scambio di beni avvenga in moneta o in cambio di altri beni
- come la produzione venga organizzata;
- se i fattori della produzione siano acquistati o noleggiati da coloro che li impiegano;
- chi detiene la proprietà di quei fattori;
- se vi sia separazione tra la proprietà e il controllo di un'impresa;
- se i fattori della produzione siano finanziati da capitale di debito o a pieno rischio;
- se le transazioni avvengano all'interno di una "storia" di transazioni ripetute o invece se avvengano tra soggetti anonimi;
- se un bene sia fornito da un monopolista o da un ampio numero di imprese indipendenti;
- a chi siano assegnati i diritti legali relativamente alle esternalità generate nel sistema
- se il sistema economico sia costituito da agenti che operano in modo decentralizzato o se invece tutte le operazioni siano condotte da un'entità di pianificazione centrale

Il ruolo dell'impresa nella teoria neoclassica

- «The model of the firm in that theory is not, as so many writers believe, designed to serve to explain and predict the behavior of real firms; instead, it is designed to explain and predict changes in observed prices (quoted, paid, received) as effects of particular changes in conditions (wage rates, interest rates, import duties, excise taxes, technology, etc.). In this causal connection **the firm is only a theoretical link**, a mental construct helping to explain how one gets from the cause to the effect. This is altogether different from explaining the behavior of a firm. As the philosopher of science warns, we ought not to confuse the explanans with the explanandum.» (Machlup, 1967, pag. 9).
- **«Neoclassical theory's objective is to understand price-guided, not management-guided, resource allocation.** The firm does not play a central role in this theory. ... Nonetheless, the firm in this theory, and household too, serve an important objective, that of conceptualizing an economy in which there is extreme dependency.» (Demsetz, 1997, pag. 426).

Realtà, anti-realismo, convenzionalismo Friedmaniano

- «... if it abstracts the common and crucial elements from the mass of complex and special circumstances surrounding the phenomena to be explained and permits valid predictions on the basis of them alone. To be important, therefore, a hypothesis must be descriptively false in its assumptions; ... » (Friedman, 1953, pag. 11).
- «... individual firms behave *as if* they were seeking rationally to maximize their expected returns ... and had full knowledge of the data needed to succeed in this attempt» (Friedman, 1953, pag. 15).
- «Positive economics is in principle independent of any particular ethical position or normative judgements. ... In short, positive economics is, or can be, an “objective” science, in precisely the same sense as any of the physical sciences.» (Friedman, 1953, pag. 4).

Critiche alla teoria dell'impresa neoclassica

- le imprese sono *black box* delle quali non importa indagare il contenuto né i confini;
- le imprese hanno una funzione-obiettivo unica e condivisa;
- l'informazione è gratuita e perfettamente disponibile.
- non c'è una teoria dell'impresa "reale"

La teoria dell'impresa della Financial Economics

«Irving Fisher's view of the firm – now the standard one in finance, but then just becoming known – impounds the details of technology, production, and sales in a black box and focuses on the underlying net cash flow. The firm for Fisher was just an **abstract engine** transforming current consumable resources, obtained by issuing securities, into future consumable resources payable to the owners of the securities.»

(Miller, 1988, pag. 103)

La teoria dell'impresa della Financial Economics

«The standard finance model of the firm, after all, is the standard economists' model, but with some of the components grouped differently. The finance version, focusing on the inter-action between the firm and the capital markets, subsumes the details of optimizing output, product pricing, and factor-input combinations into a single intertemporal “transformation function” of current resource inflows to future resources outflows. The firm in finance becomes, as it were, simply an abstract engine that “uses money today to make money tomorrow”, ... The firm's objective function, reflecting the specifically inter-temporal statement of the firm's problem, must go beyond the familiar rubric of maximizing “profits” to maximizing the net present value of future cash flows. But that is the merest of details. The two models of the firm, the finance model and the price theory model, are variations on a single theme... »

(Miller, 1986 pag. 451 – 452)

Modigliani & Miller, 1958

- «... the market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate ρ_k appropriate to its class.» (Modigliani e Miller, 1958, pag. 268)
- «.. the average cost of capital to any firm is completely independent of its capital structure and is equal to the capitalization rate of a pure *equity* stream of its class.» (Modigliani e Miller, 1958, pag. 268 – 269)

Modigliani & Miller, 1958: le ipotesi

- La struttura dei finanziamenti dell'impresa è valutata con riferimento al valore di mercato dell'impresa
- Obiettivo dell'impresa è la massimizzazione del valore di mercato
- Gli investitori hanno aspettative omogenee circa i profitti attesi dalle imprese: quantomeno essi concordano sul rendimento medio che possono ottenere investendo.
- I flussi di profitto sono attesi in(de)finitamente
- Le imprese sono raggruppate in classi di rendimenti equivalenti (*equivalent return*)
- Individui e imprese possono prestare e dare in prestito denaro al saggio privo di rischio
- Le fonti di finanziamento delle imprese sono appiattite su due sole tipologie: debito e capitale di rischio.
- C'è omogeneità di informazioni tra *insiders* e *outsiders*;
- Non ci sono costi di agenzia.

Modigliani & Miller, 1958: il modello

- valore dell'impresa j: $V_j = S_j + D_j = \frac{E(\tilde{X}_j)}{\rho_k}$
- Consideriamo due imprese (1 e 2) appartenenti alla stessa classe di rischio e con lo stesso profitto atteso, ovvero: $E(\tilde{X}_1) = E(\tilde{X}_2) = E(\tilde{X})$.
- L'impresa 1 è finanziata totalmente da capitale di pieno rischio ed ha un valore pari a $V_1 = S_1$. L'altra è invece finanziata anche da debito e ha un valore complessivo pari a $V_2 = S_2 + D_2$.

Modigliani & Miller, 1958: il modello

- Ipotizziamo che $V_2 > V_1$, e consideriamo un investitore che possieda una percentuale α delle azioni dell'impresa 2 (αS_2).

- Il reddito atteso di tale investitore è:

$$Y_2 = \alpha [E(\tilde{X}) - rD_2]$$

- Si supponga ora che l'investitore venda il suo portafoglio (al prezzo di $s_2 = \alpha S_2$) e che con il ricavato e l'aggiunta di un debito pari a αD_2 acquisti azioni dell'impresa 1 per un valore pari a: $s_1 = \alpha(S_2 + D_2)$.
- Il reddito derivante dal nuovo portafoglio rappresenterà una frazione $\frac{s_1}{S_1}$ del capitale dell'impresa 1 e produrrà, tenuto conto del servizio del debito, un reddito complessivo pari a:

Modigliani & Miller, 1958: il modello

$$Y_1 = \frac{\alpha(S_2 - D_2)}{S_1} E(X) - r\alpha D_2 = \frac{\alpha V_2}{V_1} E(X) - r\alpha D_2$$

- Se $V_2 > V_1$, allora è anche $Y_2 > Y_1$. Questo spingerà perciò il detentore delle azioni della società 2 a venderle, per reinvestire il ricavato in un portafoglio formato da azioni dell'impresa 1 e debito nelle proporzioni indicate. Un processo simile, ma speculare, si avrebbe anche nel caso in cui fosse il valore dell'impresa 1 a essere superiore all'altro. Quindi in ogni caso, in equilibrio, le due imprese giungerebbero ad avere lo stesso valore.