

Strategia e auditing aziendale (Strategie finanziarie e risk management)

Giuseppe Marzo

Università di Ferrara

mrzgpp@unife.it

Teoria dei diritti di proprietà residui

Criteria di definizione della struttura finanziaria ottimale

massimizzare il *surplus* sociale (dei soggetti contraenti)

Focus

- ❑ security design
- ❑ struttura di finanziamento come struttura di distribuzione di diritti di controllo residuale e influsso sugli incentivi degli agenti

Caratteristiche delle fonti di finanziamento

esistenza di diverse tipologie di finanziatori con diverse caratteristiche in termini di incentivo, strutture dei diritti di controllo e costi di intervento

L'impresa e la teoria dei diritti di proprietà

- «We define the firm as being composed of the assets (e.g., machines, inventories) that it owns.
We define a firm to consist of those assets that it owns or over which it has control.» (Grossman e Hart, 1986, pagg. 692-693)
- «.. we identify a firm with the assets it possesses and take the position that ownership confers residual rights of control over the firm's assets: the right to decide how these assets are to be used except to the extent that particular usages have been specified in an initial contract.» (Hart e Moore, 1990, pag. 1120)
- «A firm is identified with the collection of physical assets over which the owner – the boss – has the residual control rights.» (Moore 1992, pag. 496).

L'importanza della proprietà

- «We argue that the crucial difference for party 1 between owning a firm (integration) and contracting for a service from another party 2 who owns this firm (nonintegration) is that, under integration, party 1 can selectively fire the workers of the firm (including party 2) if he dislikes their performance, whereas under nonintegration he can "fire" (i.e., stop dealing with) only the entire firm: the combination of party 2, the workers, and the firm's assets.» (Hart e Moore 1990, pag. 1119).

L'importanza della proprietà

- La struttura di proprietà su determinati *asset* consente di influire sugli incentivi che i dipendenti dell'impresa hanno, condizionando così le loro azioni al raggiungimento degli obiettivi del proprietario.
- Asset complementari dovrebbero essere di proprietà di un unico agente

Perché sono importanti i diritti di proprietà

- **L'incompletezza ex ante dei contratti**
 - impossibilità di prevedere tutte le possibili circostanze future che potrebbero influire sul rapporto tra le due parti contraenti.
 - Se anche fosse possibile queste potrebbero essere talmente numerose da rendere eccessivamente gravosi i costi di scrittura di un contratto.
 - I contratti scritti potrebbero poi impiegare termini ambigui
 - Il contratto stesso potrebbe non essere opponibile ad una delle due parti (enforceable) per l'impossibilità o per la difficoltà di verificare e riconoscere un certo stato o accadimento.
- **L'incompletezza contrattuale stimola a ricercare organizzazioni degli scambi diversi dal puro scambio di mercato**

Diritti di proprietà e strutture di finanziamento

La struttura di finanziamento può essere vista come distribuzione dei diritti di proprietà Aghion e Bolton (1992)

- Nelle situazioni in cui il controllo da parte del finanziatore è preferibile, l'impresa dovrebbe finanziarsi emettendo azioni ordinarie. Nel caso opposto in cui sia preferibile lasciare il controllo all'imprenditore, il finanziamento dovrebbe avvenire mediante azioni prive di diritto di voto.
- Nei casi in cui sia preferibile un controllo congiunto, allora i due soggetti dovrebbero fondare una partnership o un trust dove le decisioni vengano prese all'unanimità.
- Talvolta può essere infine utile riassegnare i diritti di controllo in funzione dello stato di una variabile. In tali casi, debito ordinario e/o convertibile e/o azioni privilegiate potrebbero essere gli strumenti di finanziamento migliori. La variabile in questione potrebbe essere il livello di profitto o di liquidità dell'impresa.

Diritti di proprietà e strutture di finanziamento

La presenza di investitori di diverso tipo, ad esempio azionisti esterni e debitori, può essere un meccanismo di finanziamento ottimale quando l'intervento di controllo della gestione attuato da parte di un (solo tipo di) finanziatore sia costoso (Berglof e von Thadden, 1994; Dewatripont e Tirole, 1994).

- ❑ La diversità di soggetti finanziatori sia importante perché modifica gli incentivi dei vari soggetti.
- ❑ Se l'intervento nella gestione è costoso, la presenza di un numero elevato di soggetti con diversi diritti di controllo aumenta la probabilità che esista almeno un soggetto che trovi conveniente intervenire.

Economia dei costi di transazione

Criteri di definizione della struttura finanziaria ottimale

minimizzazione dei costi di transazione

Focus

scelte di finanziamento quali forma di governo delle transazioni

Caratteristiche delle fonti di finanziamento

debito come forma di finanziamento pura (corrisponde idealmente al mercato) e idoneo a finanziare *asset* con specificità modesta

L'impresa e i costi di transazione

- «The contract/private ordering/governance ... approach maintains that structure arises mainly in the service of economizing on transaction costs.» (Williamson, 2002, pag. 178);
- «...governance is the means by which to infuse order, thereby to mitigate conflict and to realize “the most fundamental of all understandings in economics,” mutual gain from voluntary exchange.» (Williamson, 2002, pag. 180).

Le assunzioni della teoria

Le assunzioni comportamentali:

- razionalità limitata
- opportunismo
- atmosfera.

Le caratteristiche delle transazioni:

- specificità delle risorse
 - derivante dall'ubicazione della risorsa
 - derivante dalle caratteristiche fisiche delle risorse
 - relativa alle risorse umane
 - relativa a risorse dedicate
- incertezza
- frequenza
- numero di potenziali contraenti

ECT e scelte di finanziamento

- La specificità degli asset è alla base tra la scelta di debito e di capitale di rischio
- Come il debito è simile al mercato, il capitale di rischio è simile all'impresa
- È possibile fissare un livello di specificità degli asset al di sotto del quale conviene finanziarsi con debito e al di sopra con capitale di rischio

Riflessioni critiche

- Problema: perché esisterebbero beni non-specifici all'interno dell'impresa?
- La relazione tra specifici finanziamenti e specifici asset: finanziamento dell'impresa, project financing, asset financing
- La relazione della specificità dell'asset con il valore di liquidazione dello stesso
- La struttura delle condizioni del finanziamento rispetto alle caratteristiche del bene: la durata del finanziamento e l'obsolescenza del bene

Economia aziendale

Criteri di definizione della struttura finanziaria ottimale

coerenza con l'equilibrio economico, la continuità e l'autonomia aziendale

coprire il fabbisogno aziendale consentendo la continuità e l'autonomia dell'azienda

Focus

- politiche di finanziamento funzionali e soggette al rispetto del vincolo di equilibrio economico
- teorizzazione complessa e volta a cogliere molteplici caratteristiche delle vari fonti di finanziamento

Caratteristiche delle fonti di finanziamento

varie, tra cui: costo, durata, diritti e doveri connessi, influsso sul governo economico

L'azienda e l'impresa nell'economia aziendale italiana

- «..l'azienda è una coordinazione economica in atto istituita e retta per il soddisfacimento dei bisogni umani ... una coordinazione di operazioni economiche di cui l'uomo e la ricchezza sono elementi vitali.» (Zappa, 1927, pag.30).
- «... istituto economico destinato a perdurare che, per il soddisfacimento dei bisogni umani, svolge, in continua coordinazione, la produzione, il procacciamento e il consumo della ricchezza.» (Zappa, 1956, pag. 37).
- «L'azienda, come ogni unità economicamente coordinata, è qualcosa di più della somma dei suoi componenti; il complesso ha proprietà che i suoi elementi non posseggono e non valgono a definire; né possono le caratteristiche del complesso essere date da una mera composizione delle caratteristiche dei componenti.» (Zappa, 1937, pag. 11).

L'azienda e l'impresa nell'economia aziendale italiana

«... l'azienda è un mobile complesso e sistema dinamico nel quale si realizzano in sintesi vitale l'unità nella molteplicità, la permanenza nella mutabilità.» (Onida, 1971, pag. 3)

L'azienda e l'impresa nell'economia aziendale italiana

«... l'azienda è lo strumento dell'umano operare in campo economico, le persone e i mezzi si compongono al suo interno in un coordinato e dinamico insieme, tanto da apprezzarla come mobile unità economica: unità che sussiste malgrado la pluralità e la mobilità del costituirsi degli elementi in complesso» (Ferrero, 1980, pag. 39).

L'azienda e l'impresa nell'economia aziendale italiana

«... l'azienda è un sistema di forze economiche che sviluppa, nell'ambiente di cui è parte complementare, un processo di produzione, o di consumo, o di produzione e di consumo insieme a favore del soggetto economico e degli individui che vi cooperano.» (Amaduzzi, 1953, pag. 16)

L'azienda e l'impresa nell'economia aziendale italiana

«... l'azienda è una unità elementare dell'ordine economico-generale, dotata di vita propria e riflessa, costituita da un insieme di operazioni, promanante dalla combinazione di particolari fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne, nel quale i fenomeni della produzione, della distribuzione e del consumo vengono predisposti per il conseguimento di un determinato equilibrio economico, a valere nel tempo, suscettibile di offrire una remunerazione adeguata ai fattori utilizzati e un compenso, proporzionale ai risultati raggiunti, al soggetto economico per conto del quale l'attività si svolge.»
(Giannessi, 1960, pag. 46).

L'azienda e l'impresa nell'economia aziendale italiana

«... ordine strettamente economico dell'istituto»
(Masini, 1971, pag.13)

L'azienda, l'Economia Aziendale e l'Economia Politica

- l'azienda ha una sua specifica identità
- pur avendo una connotazione indubbiamente economica eredita la caratteristica della socialità tipica degli istituti
- i fenomeni economici dell'azienda non possono comprendersi né adeguatamente svilupparsi se non in relazione agli aspetti sociali dell'istituto (soddisfacimento dei bisogni umani)
- impossibilità di disciplinare la complessa fenomenologia aziendale mediante l'unica chiave di lettura dei contratti
- oggetto di una ricerca scientifica multidisciplinare (politica, economica, sociologica, psicologica, di diritto, e così via) (Masini, 1971);
- la preservazione della di continuità aziendale per soddisfare gli interessi dei partecipanti all'istituto
- infine, in quanto istituto sociale, l'azienda vivifica valori propri dei soggetti che ad essa partecipano e ad essi adegua o informa i processi di produzione economica; perciò è vano il tentativo di costruire una scienza aziendale che per un fine di malintesa scientificità si ponga l'obiettivo di espungere quei valori da qualsiasi teoria dell'azienda.

L'azienda, l'Economia Aziendale e l'Economia Politica

- l'impresa è un sistema aperto e deve perciò essere dotata di sufficiente omeostasi, ovvero capacità di mantenere condizioni di equilibrio dinamico (Ferrero, 1980);
- l'impresa non coincide con l'insieme dei fattori produttivi ma è invece un'entità superiore alla semplice somma delle sue parti
- la combinazione di beni e fattori produttivi si traduce in processi di produzione economica nuovi e diversi che contribuiscono allo sviluppo dell'azienda e della società;
- l'azienda non può comprendersi se non con uno sforzo sintetico

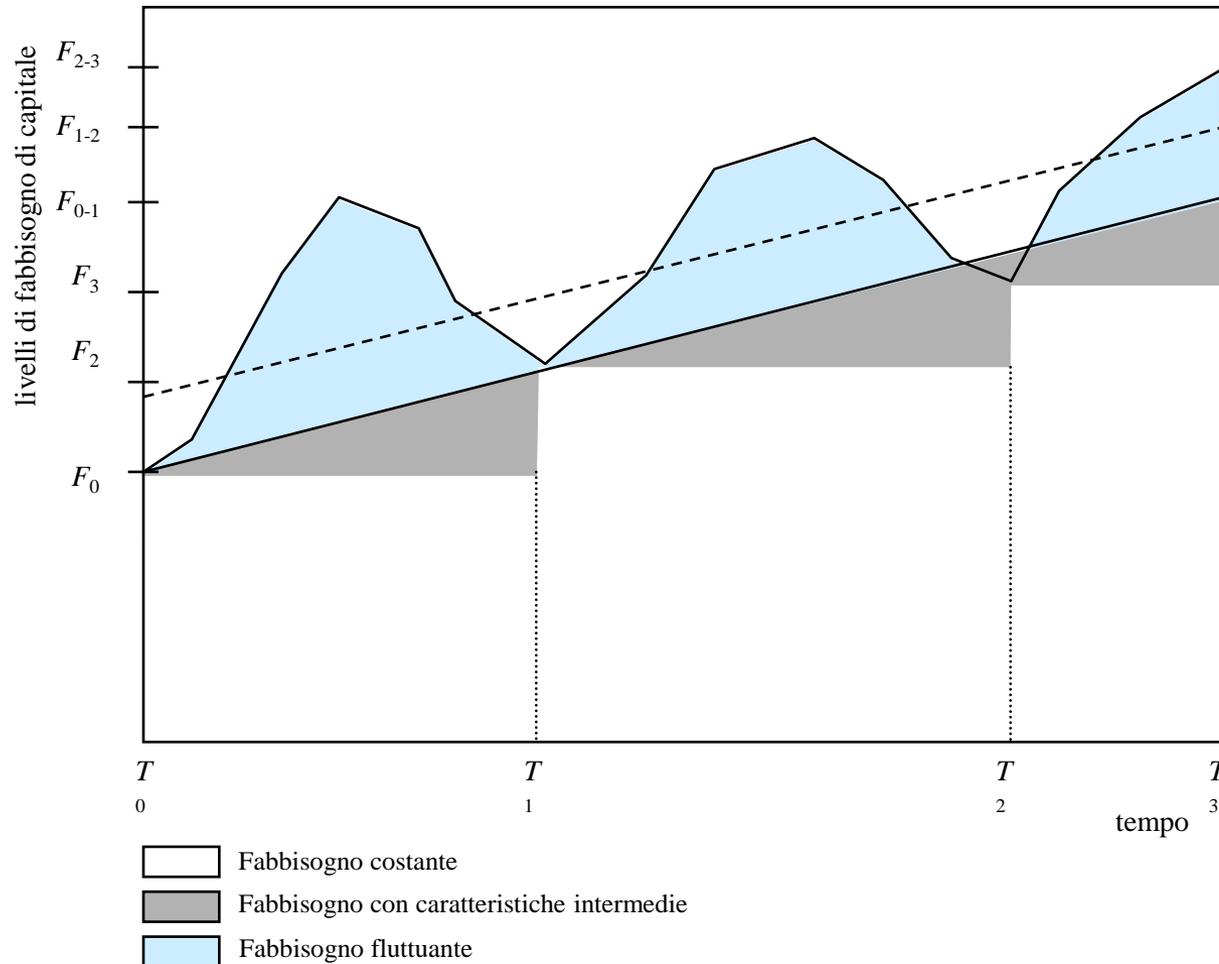
La continuità aziendale

- **Equilibrio economico:**
 - equilibrio reddituale
 - equilibrio monetario-finanziario
 - equilibrio patrimoniale
- **Autonomia**
- **Durabilità**

L'Economia aziendale e le politiche finanziarie

- Finanziamento di costi e non distribuzione di valori
- La coerenza tra investimenti e finanziamenti: l'approccio disponibilità – immobilizzazioni
- La coerenza tra investimenti e finanziamenti: l'approccio capitale circolante – capitale fisso

Coerenza tra fabbisogni e coperture



Coerenza tra fabbisogni e coperture

<p>FABBISOGNO FLUTTUANTE</p> <ul style="list-style-type: none">• crediti commerciali di natura contingente• eccesso di scorte (ad esempio per opportunità speculative)	<p>PASSIVO CORRENTE</p> <ul style="list-style-type: none">• debiti finanziari a breve scadenza
<p>FABBISOGNO SEMIDUREVOLE</p> <ul style="list-style-type: none">• immobilizzazioni materiali (impianti, macchinari)• immobilizzazioni immateriali (brevetti, concessioni)• immobilizzazioni finanziarie (cediti verso partecipate)	<p>PASSIVO CONSO-LIDATO</p> <ul style="list-style-type: none">• debiti finanziari a medio-lunga scadenza
<p>FABBISOGNO DUREVOLE</p> <ul style="list-style-type: none">• crediti commerciali• scorte• eventuali disponibilità monetarie necessarie per l'attività dell'impresa	<p>CAPITALE PERMANENTE</p> <ul style="list-style-type: none">• debiti di fornitura• TFR• capitale netto