

Dipartimento
di Impresa e
Management

Cattedra di Economia Industriale

Riflessioni sulla teoria dell'investimento e la teoria dell'impresa

Prof. Fabrizio Traù

RELATORE

Antonio Malfitano
Matr. 230291

CANDIDATO

Indice

<i>Ringraziamenti</i>	3
-----------------------------	---

PARTE I – INTRODUZIONE

1. Premesse e obiettivi.....	5
2. Cosa si intende per investimento.....	7

PARTE II – LE TEORIE TRADIZIONALI

3. Keynes e Fisher: la nascita di due approcci.....	9
I modelli e la loro influenza sulle teorie successive.....	9
Il modello dell'insieme di opportunità.....	10
4. La teoria dell'acceleratore.....	12
L'acceleratore semplice.....	12
L'acceleratore flessibile.....	13
5. Jorgenson e il modello neoclassico.....	14
Lo user cost of capital.....	14
Il modello dei costi di aggiustamento.....	16
6. La q di Tobin.....	18
La q marginale.....	18
La q media.....	19
7. Le teorie finanziarie dell'investimento.....	21
Le fonti di finanziamento.....	21
Le proposizioni di Modigliani e Miller.....	22
Le teorie finanziarie e i loro limiti.....	24
8. Il ruolo dell'incertezza nell'investimento.....	29
Gli spunti di Keynes e la real options theory.....	29
Il passaggio alle teorie comportamentali.....	31

PARTE III – LE TEORIE COMPORTAMENTALI

9. Un approccio post-keynesiano.....	33
I limiti delle teorie tradizionali e il nuovo metodo.....	33
10. Il conflitto principale-agente.....	35
Cause e conseguenze sulla teoria dell’investimento.....	35
11. L’influenza del contesto di riferimento e del capitale umano.....	37
Il contesto di riferimento.....	37
Capitale umano e conoscenza.....	39
12. Le teorie di overinvestment.....	41
Manager come empire-builders.....	41
Il ruolo del free cash flow.....	42
13. Le teorie di underinvestment.....	45
La ricerca della quiet life.....	45
14. Career concerns ed herd behavior.....	48
La tendenza a seguire la massa.....	48
15. Goals come punti di riferimento.....	51
La prospect theory.....	51
Il suo ruolo nella teoria dell’investimento.....	52
La scuola di Carnegie Mellon.....	55

PARTE IV – CONCLUSIONE

16. Riflessioni finali.....	59
<i>Bibliografia</i>	63

Ringraziamenti

Nel corso dei colloqui con il mio professore e relatore Fabrizio Traù sono stati affrontati spesso, tra gli altri, il pensiero dell'economista Edith Penrose e gli spunti da lei offerti. Secondo Penrose, semplificando molto, un'impresa necessita di un eccesso di risorse manageriali per poter crescere in modo efficiente e, allo stesso modo, io penso che uno studente abbia bisogno di un bravo relatore per scrivere una buona tesi. Uno speciale ringraziamento, allora, va proprio a lui, per la disponibilità mostrata nell'aiutarmi e nel darmi consigli durante la stesura di questo testo.

Un altro grazie va ai miei amici Kaloian, Alessandro ed Eleonora, per essermi stati sempre vicini. Per me sono come una famiglia e questa tesi è dedicata a loro.

PARTE I

INTRODUZIONE

1. Premesse e obiettivi

«...it seems reasonable to suppose that the theory's assumptions should, broadly speaking, conform to the real world, rather than vice versa. The reverse position – that the world should be made to conform to the theoretical assumptions – holds many fascinating possibilities for philosophic speculation but has little to offer any pragmatic applications of economics».

Meyer and Kuh (1959 [1957], p. 9)

Lo studio della teoria dell'investimento è stato spesso approcciato attraverso l'uso di modelli macroeconomici, nella continua ricerca di una funzione di ottimizzazione che fosse in grado di spiegare le motivazioni e le conseguenze di tale attività. La teoria dell'equilibrio ha prevalso e si è ridotta l'impresa a un agente meccanico, lasciando poco spazio a interpretazioni più pragmatiche, in grado di spiegare correttamente le reali motivazioni che spingono i suoi agenti all'investimento. Un'impresa del genere, però, non esiste. L'impresa è in realtà una scatola complessa, all'interno della quale succedono molte cose e gli interessi di soggetti diversi vengono a scontrarsi ed è impensabile poter riassumerne il suo comportamento in teorie puramente matematiche, non supportate da una forte base teorica. L'analisi di questo argomento, necessariamente, è fortemente legata alla teoria dell'impresa, la quale, non avendo un approccio generalmente riconosciuto, rende difficile l'affermarsi di una teoria dell'investimento credibile.

In questo testo sarà trattato il tema della teoria dell'investimento e del suo legame con la teoria dell'impresa. Esso sarà organizzato in quattro parti, a loro volta divise in sedici capitoli totali. La Parte I, oltre a comprendere questo capitolo introduttivo, proseguirà con la definizione di cosa si intenda per investimento, essenziale al fine di evitare fraintendimenti o interpretazioni sbagliate (Capitolo 2).

La Parte II sarà dedicata alle teorie tradizionali dell'investimento, un insieme dei modelli più rilevanti in letteratura. Il Capitolo 3 introdurrà i primi modelli di Keynes e Fisher, dai quali nasceranno due scuole di pensiero parallele, sulle quali si baseranno i futuri studi. Si scontreranno l'approccio neoclassico, che considera l'impresa come un agente *profit-maximizer* e i manager come degli operatori razionali e operanti in dei mercati perfetti e quello post-keynesiano, il quale si concentra, invece, sul ruolo e l'influenza dell'incertezza e del contesto di riferimento sugli investimenti, implementando argomentazioni di tipo comportamentale. Il Capitolo 4 analizzerà la teoria dell'acceleratore, la più datata di quelle esposte, secondo la quale il livello degli investimenti sarà semplicemente legato alle aspettative sull'output prodotto e il Capitolo 5 il modello di Jorgenson, che giunge alla conclusione, tipicamente neoclassica, che un'impresa continuerà a investire fino a eguagliare i ricavi e i costi marginali del proprio capitale. In entrambi i casi, l'investimento viene visto come un processo di aggiustamento automatico e completamente reversibile verso un livello ottimo di capitale. Per questo motivo, verranno anche proposte delle alternative, in grado di eliminare queste assunzioni troppo restrittive. Si passerà poi, nel Capitolo 6, al modello della q di Tobin, di origini keynesiane e che prova, infatti, a introdurre esplicitamente la questione dell'incertezza nelle sue argomentazioni, trovandone la soluzione nel

mercato dei capitali, luogo frequentato da soggetti che Brainard e Tobin considerano razionali. Il Capitolo 7 sarà dedicato alle teorie finanziarie dell'investimento, le quali associano le motivazioni di queste attività ad argomentazioni puramente finanziarie e, quindi, di disponibilità monetarie. Infine, il Capitolo 8 tratterà il tema dell'incertezza e di come esso sia stato introdotto da Dixit e Pindyck nella loro *real options theory*.

La Parte III verrà analizzata in modo leggermente diverso. Nonostante l'obiettivo sia sempre quello di esporre una serie di teorie dell'investimento, infatti, ogni capitolo sarà legato da un unico filo conduttore, che unirà tra di loro tutti gli argomenti trattati. Non ci si limiterà, quindi, a proporre un semplice elenco di teorie, ma verranno evidenziati i collegamenti tra loro presenti e come questi modelli potrebbero, insieme, formare uno unico, il quale trovi supporto nella *behavioral theory* di Cyert e March. Per prima cosa, nel Capitolo 9, si esporranno le premesse di questa nuova metodologia e si introdurrà la letteratura di riferimento. Il Capitolo 10 analizzerà la questione principale-agente, la cui introduzione servirà per comprendere meglio i modelli, basati, appunto, su come la natura umana e opportunistica dei manager influenzi le attività di investimento di un'impresa. Nel Capitolo 11 verrà toccato il tema del contesto di riferimento, sia esterno che interno, e di come esso influenzi fortemente le decisioni e lo sviluppo dell'impresa. Infine, si passerà alle vere e proprie teorie e verrà spiegato come tutti i fattori in precedenza introdotti possano portare, in contesti e situazioni differenti, a pratiche di overinvestment (Capitolo 12), underinvestment (Capitolo 13) ed herd behavior (Capitolo 14). Tutte queste teorie, per alcuni versi, saranno subordinate a quella dei goals come punti di riferimento, la quale, grazie al supporto della *prospect theory* di Kahneman e Tversky, riuscirà a integrare e a rafforzare anche i modelli precedenti (Capitolo 15).

Per ultima, la Parte IV sarà dedicata interamente alla conclusione e verranno presentate delle riflessioni finali, naturale conseguenza delle osservazioni presentate nel testo (Capitolo 16).

Per quanto riguarda il metodo, verranno avanzate principalmente le intuizioni alla base delle varie teorie, seguite, in alcuni casi e se ritenuto necessario, da delle semplici dimostrazioni matematiche. Verranno espone, nella parte delle teorie tradizionali, le principali critiche ad esse rivolte e le conseguenti varianti proposte per superarle. Verrà portata all'attenzione del lettore l'importanza che diverse idee e spunti, suggeriti ma non approfonditi da altri economisti, hanno avuto nell'influenzare le teorie successive. Troppo spesso, infatti, si tende a ignorare il processo evolutivo nascosto dietro un certo modello, «attributing too much originality to too few scholars» (Rubinstein, 2006, p. xi).

L'obiettivo di questa analisi, ovviamente, non sarà quello di proporre una nuova teoria dell'investimento (i limiti della letteratura attuale, come sottolineato, lo renderebbero inoltre impossibile), bensì sarà di presentare una raccolta critica delle più importanti teorie sull'argomento, per essere poi in grado di capire, attraverso le loro analisi e la loro evoluzione, come la futura ricerca possa superare gli ostacoli finora incontrati.

2. Cosa si intende per investimento

È fondamentale, come primissima cosa, definire cosa si intenderà per investimento in questo testo, in modo da non creare dubbi e incomprensioni. Virlics (2013) si riferisce ad esso come una spesa oggi che porterà a dei guadagni domani. Qualsiasi uscita monetaria con prospettive di guadagno può di conseguenza essere etichettata come spesa per investimento. Nonostante questo sia vero, ridurre ogni tipologia di investimento a un unico grande insieme sarebbe riduttivo e poco utile per portare avanti un'analisi realistica delle motivazioni che spingono un'impresa a prendere una decisione del genere. Di conseguenza, si possono definire diversi tipi di investimento. La principale distinzione da sottolineare è quella tra investimenti in asset tangibili, intangibili o finanziari. Secondo Parker (2010) la categoria di investimento che tende a ricevere maggiore attenzione è quella del *business fixed investment*, la quale comprende ogni acquisto di asset a scopi produttivi¹, che sarà anche quella a cui farò riferimento. Gli altri tipi di investimento, come ad esempio quello in asset finanziari, si fondano su motivazioni e strategie differenti da quelle di una semplice spesa con fini produttivi e, per questo, non verranno considerati (renderebbero l'analisi troppo confusionaria e, in alcuni punti, addirittura contraddittoria). Un altro modo di analizzare questo aspetto, proposto da Ganoulis (1994), è quello di pensare all'investimento come il passaggio da una combinazione di input-output a un'altra. Anche questa definizione, facendo esplicitamente riferimento al carattere produttivo dell'investimento aziendale, può essere potenzialmente presa in considerazione.

Possono poi essere sottolineate ulteriori classificazioni, le quali, se pur presentino un'importanza secondaria rispetto a quella esposta in precedenza, potranno risultare utili nel corso dell'analisi. In particolare, Baddeley (2003) fonda il suo studio sulla differenza tra *replace investment* (investimento sostitutivo) e *net investment* (investimento netto). Il primo comprende tutte quelle spese rese necessarie dal deterioramento dei mezzi di produzione. Con lo scorrere della sua vita utile, un qualsiasi macchinario tenderà a peggiorare progressivamente le sue prestazioni, fino ad arrivare a un punto in cui sarà necessario sostituirlo. In questo caso, l'investimento sarà forzato dal bisogno di ottenere un nuovo input produttivo al posto di quello non più utilizzabile, in modo da mantenere l'output prodotto costante. Senza questo tipo di investimento, il capitale di una qualsiasi azienda tenderebbe a scomparire nel tempo. Per investimento netto, invece, si fa riferimento a qualsiasi spesa che vada ad aumentare lo stock di capitale di un'impresa (investimento in eccesso a quello sostitutivo). Possono, infine, essere anche definiti l'*inventory investment* (in beni prodotti ma non venduti, che quindi si aggiungeranno al magazzino) e il *residential investment* (in beni immobili).

¹ Per evitare fraintendimenti, si intende un investimento che vada a modificare la struttura produttiva di un'impresa. Questo non vuole assolutamente dire che le motivazioni riguardino solo modifiche volte a diminuire i costi di produzione o variare l'output prodotto, la questione è molto più complessa.

PARTE II

LE TEORIE TRADIZIONALI

3. Keynes e Fisher: la nascita di due approcci

I modelli e la loro influenza sulle teorie successive

Negli anni '30, grazie agli studi di Keynes e Fisher, l'analisi della teoria dell'investimento cattura l'attenzione di molti economisti, i quali produrranno, nei successivi anni, una grande mole di studi su questo argomento. La letteratura sarà fortemente influenzata dagli spunti e dal metodo da loro proposti, dando vita a due correnti di pensiero parallele, fondate su assunzioni diverse. Sia Keynes (1936) che Fisher (1930) affermano che un'impresa continuerà a investire fino a che il tasso di sconto utilizzato per uguagliare il valore attuale di entrate e uscite attese di un certo progetto sarà uguale al tasso di interesse di mercato. Nel caso di Fisher, questo tasso di sconto viene denominato *rate of return over cost* (o tasso interno di rendimento), mentre Keynes lo definisce *marginal efficiency of capital*. Molto semplicemente, il valore attuale netto² di un investimento sarà definito come:

$$VAN = -FC_0 + \sum_{t=1}^T \frac{FC_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

dove FC sta per flusso di cassa e r per il tasso di sconto a cui fanno riferimento. Un qualsiasi investimento, di conseguenza, sarà portato avanti solo nel caso questo tasso r sia maggiore del tasso di interesse di mercato e il VAN sia di conseguenza positivo.

Keynes stesso riconosce la similarità tra i due modelli, i quali, nonostante l'uguale formula sottostante, differiscono nell'interpretazione. Essi, infatti, contrastano nella percezione di rischio e incertezza (Baddeley, 2003 ed Eklund, 2013): l'analisi di Fisher prevede un rischio e delle aspettative misurabili, con l'investimento descritto come un processo di aggiustamento verso una situazione di equilibrio; Keynes, al contrario, fa riferimento a delle aspettative non quantificabili e pone particolare attenzione su come le decisioni siano, di conseguenza, influenzate da variabili soggettive. Per Fisher, l'obiettivo del decision-maker sarà quello di massimizzare i profitti dell'impresa (si esclude qualsiasi problema di agenzia) e le decisioni non saranno influenzate dalle modalità di finanziamento. Keynes, diversamente, pone una maggiore enfasi sul ruolo delle aspettative e su come sia impossibile definire a priori il valore dei futuri flussi di cassa. In un mondo caratterizzato da incertezza e informazioni limitate, non è infatti possibile calcolare con esattezza queste situazioni attraverso l'utilizzo di strumenti matematici. Le decisioni, allora, saranno influenzate da variabili soggettive e psicologiche. I manager saranno spinti dal loro "*animal spirit*" e questo «made the thought of investment as an adjustment process toward equilibrium futile» (Eklund, 2013, p. 2). Questa intuizione

² Il concetto di valore attuale netto è studiato in ogni corso base di economia o di finanza. Troppo spesso, a scopo esemplificativo, vengono portati gli studenti a pensare che ogni decisione di investimento sia la conseguenza del calcolo di una semplice formula (in alcune situazioni il VAN, in altre vengono introdotte nuove funzioni), senza sottolineare come in realtà queste decisioni, come verrà argomentato, sono la conseguenza di un processo complesso e non così generalizzabile.

porterebbe inoltre il tema dell'investimento a collegarsi a quello dei cicli economici. In un ciclo recessivo, ad esempio, le aspettative negative riguardo il futuro potrebbero trattenere molti manager dall'investire, portando a un diffuso problema di underinvestment e il contrario succederebbe durante un boom economico³.

L'importanza di queste due teorie non risiede tanto nei modelli in sé (è più che appurato il fatto che il problema dell'investimento non possa essere risolto con la semplice introduzione di questa formula), bensì nell'influenza che avranno sulla ricerca successiva⁴. L'interpretazione di Fisher del problema in termini oggettivi, nella ricerca di un modello matematicamente efficiente, verrà ripresa (dimostrandosi poi anche il suo più grande limite) dal modello neoclassico di Jorgenson. Per quanto riguarda Keynes, invece, l'attenzione sul carattere soggettivo darà vita a un'intera letteratura, appunto di matrice post-keynesiana, che incorporerà argomentazioni psicologiche e comportamentali (verrà analizzata nella Parte III). Da un suo spunto verrà inoltre sviluppato il modello della q di Tobin, ma questo collegamento verrà reso più chiaro nel capitolo opportuno. Lo studio della teoria dell'investimento, da questo momento in poi, si dividerà chiaramente su due binari diversi, radicati su due modi di vedere l'economia contrastanti: l'efficienza matematica neoclassica si scontrerà con un approccio più pragmatico, caratterizzato dalla ricerca di una soluzione realistica e il cui obiettivo sarà la sua effettiva applicazione in un mondo complesso come quello in cui viviamo⁵.

Il modello dell'insieme di opportunità

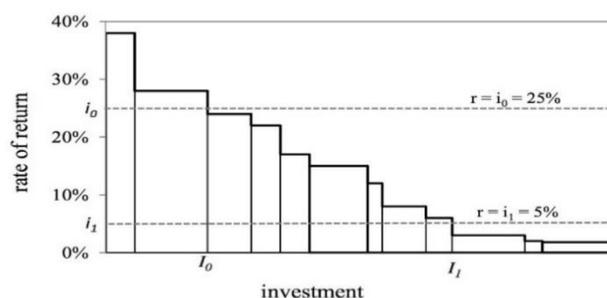


Figura 1: Investimento nel modello dell'insieme di opportunità - Fonte: Girardi (2017)

³ Riassumere il tema dei cicli economici in questa frase sarebbe ovviamente riduttivo, tuttavia, non essendo la sua analisi il mio obiettivo, non verrà approfondito ulteriormente.

⁴ Questo aspetto viene analizzato benissimo da Baddeley (2003).

⁵ Anche Chirinko (1993) propone una divisione simile. Da una parte vi sono i modelli che analizzano gli aspetti dinamici dell'investimento in modo implicito (come quello di Jorgenson) e dall'altra quelli che invece lo fanno esplicitandoli direttamente nel problema di ottimizzazione. Baddeley (2006), invece, distingue tra *algorithmic approach* ed *heuristic approach*. L'approccio algoritmico prevede la derivazione della scelta di investimento da complesse formule matematiche (così come le teorie neoclassiche), mentre quello euristico consiste nella semplice applicazione di rules of thumb da parte dei manager (non basta però nemmeno riassumere il problema in questi termini, dato che non si riuscirebbe a spiegare cosa, in prima battuta, spinga un'impresa a investire).

Le due teorie appena descritte possono essere meglio esplicitate, come fa Girardi (2017)⁶, in un approccio noto come *array of opportunities*. È stato già spiegato come un investimento sarà portato avanti solo nel caso il suo tasso interno di rendimento⁷ sia maggiore del tasso di interesse di mercato. Ipotizzando, allora, un definito insieme di opportunità di investimento per un'azienda, una diminuzione del tasso di interesse dovrebbe permettere alla stessa di portare avanti una maggiore mole di progetti. L'investimento sarebbe, di conseguenza, negativamente correlato al tasso di interesse. Questa analisi viene poi supportata dall'inserimento della Figura 1, che evidenzia appunto come la diminuzione del tasso di interesse dal 25% al 5% renda attuabili, per questa ipotetica impresa, sette nuovi progetti di investimento. Viene però poi precisato che un cambio nel tasso di interesse di mercato, in realtà, porterebbe a variare anche i flussi di cassa attesi dai progetti, rendendo un'analisi di questo tipo (e quindi una diretta correlazione tra investimenti e tasso di interesse), come già sottolineato, fin troppo semplicistica. La questione è dunque ben più complessa.

⁶ Girardi fa riferimento solo a Fisher, ma, data la coincidenza dei modelli, l'analisi può essere adattata (con i necessari aggiustamenti teorici) anche al modello di Keynes.

⁷ Userò questo termine data la sua maggiore diffusione, ma si fa riferimento anche all'interpretazione keynesiana.

4. La teoria dell'acceleratore

L'acceleratore semplice

Introdotta da Clark (1917), è una delle prime teorie economiche sull'investimento. In questo modello, l'investimento di un'impresa dipenderà dalla domanda per i beni da essa prodotti, cioè il suo output. Questo non va interpretato in termini assoluti, bensì di aggiustamento, di periodo in periodo e in base alla variazione dell'output, verso un livello di capitale ottimale. Clark scriveva infatti:

«The demand for enlarging the means of production [...] varies, not with the volume of the demand for finished product, but rather with the acceleration of that demand». (Clark, 1917, p. 234)

Viene quindi immaginato un processo di aggiustamento periodico e automatico verso un livello di output ottimale e i manager dovranno basare le loro decisioni di investimento sulle aspettative riguardanti l'output nel periodo successivo. Tuttavia, in un mondo governato dall'incertezza, queste aspettative si baseranno semplicemente sull'ipotesi che i risultati del periodo corrente si ripeteranno, nello stesso modo, anche in quello successivo (Parker, 2010). Matematicamente, questa teoria può essere formalizzata in una semplice formula:

$$I_t = \beta(X_t - X_{t-1}) \quad (2)$$

dove I sta per investimento, X per output e β per il rapporto capitale-output desiderato.

Questo semplice modello ha ricevuto diverse critiche, specialmente per le sue assunzioni troppo restrittive, due delle quali vengono riportate anche da Zanetti (1977). Per prima cosa, non è detto che ogni aumento dell'output di un'impresa sia seguito da un conseguente investimento. Prima di prendere una decisione del genere, infatti, i manager proveranno a capire se queste variazioni rimarranno stabili anche nei successivi periodi, per evitare di trovarsi in futuro con uno stock di capitale eccessivo, che aumenterebbe solo i costi in modo inutile. In questo modo, si sottolinea la non praticabile applicazione delle aspettative adattive in un contesto reale, nonostante la loro utilità nel semplificare procedimenti matematici di per sé già abbastanza complessi. Una seconda critica risiede nel fatto che l'aggiustamento del capitale al livello desiderato non potrà essere un evento immediato, bensì sarà rallentato da diversi fattori. Il primo di essi sarà proprio la necessità di capire se valga davvero la pena di portare avanti un investimento, che influirà sulla profittabilità dell'impresa probabilmente per molto tempo. Inoltre, bisognerà considerare le tempistiche necessarie per far approvare ed effettuare concretamente un progetto. Su queste stesse osservazioni è stata infatti basata una teoria dell'acceleratore alternativa, che considerasse i lags creati per questi motivi.

L'acceleratore flessibile

Questa variante viene presentata da Chenery (1952), che introduce dei *reaction lags* all'acceleratore semplice, in modo da eliminare l'assunzione che un'impresa sia in grado di aggiustare il suo stock di capitale a quello desiderato in modo istantaneo. La formula 2 dovrebbe allora essere leggermente modificata nel seguente modo:

$$I_t = (1 - \lambda)\{\beta X_t - K_{t-1}\} \quad (3)$$

dove $(1-\lambda)$ rappresenta la parte di investimento che si riuscirà a effettuare al tempo t e l'espressione all'interno della parentesi graffa la differenza tra lo stock di capitale desiderato e quello già presente (il capitale desiderato è sempre funzione dell'output, per questo $K_t = \beta X_t$).

Anche questa nuova versione dell'acceleratore non è però esente da critiche. Sempre Zanetti (1977) sottolinea come affermare che l'investimento di un'impresa sia determinato semplicemente dalle variazioni nella domanda sia una semplificazione eccessiva. Ovviamente questo può essere uno dei motivi, ma non l'unico. Nonostante vi possa essere convenienza a portare avanti un certo progetto, infatti, vincoli di diversa natura⁸ potrebbero evitare che ciò accada. Inoltre, al giorno d'oggi, è difficile dare una definizione unica di output e il termine domanda dell'impresa risulta «estremamente vago se si pensa alla forte diversificazione produttiva della grande impresa moderna» (Zanetti, 1977, p. 29).

La teoria dell'acceleratore è stata spesso accostata anche agli studi di Keynes, ma in realtà lui è sempre stato scettico verso approcci di questo tipo, che definiscono l'investimento come un semplice aggiustamento verso un punto di equilibrio (Eklund, 2013).

Così come le teorie di Keynes e Fisher, quella proposta in questo capitolo è stata soggetta a diverse critiche, dovute alla sua eccessiva semplicità e alla mancanza di considerazione di diversi aspetti, ritenuti invece portanti nell'analisi del problema dell'investimento. Allo stesso modo, anche la teoria dell'acceleratore flessibile, nonostante sia stata in grado di eliminare alcune assunzioni fortemente criticate, non è riuscita a dare maggiore forza a questo approccio. Essa non considera, infatti, diverse questioni rilevanti, a partire dalle disponibilità finanziarie e manageriali dell'impresa fino a fattori di tipo psicologico e comportamentale, che potrebbero aiutare a fornire delle interpretazioni più realistiche.

⁸ Questo tema verrà poi approfondito, sia in materia di vincoli finanziari (*infra*, Capitolo 7), che manageriali e di contesto (*infra*, Capitolo 11).

5. Jorgenson e il modello neoclassico

Lo user cost of capital

Secondo Jorgenson (1963) l'obiettivo di un'impresa sarà quello di massimizzare il suo *net worth*, cioè il valore attuale dei profitti derivanti dalle sue attività. Per fare in modo che ciò accada, bisognerà continuare a investire fin quando il prodotto marginale del capitale sarà pari al suo costo marginale, definito *user cost of capital*. Il *net worth* viene definito come:

$$W = \int_0^{\infty} e^{-rt} R(t) dt \quad (4)$$

dove W è appunto il *net worth* dell'impresa e $R(t)$ è il suo flusso di cassa dell'anno t , con:

$$R_t = pQ_t - wL_t - qI_t \quad (5)$$

dove Q , L e I sono rispettivamente l'output, il lavoro impiegato e gli asset produttivi acquistati al periodo t e p , w e q sono i loro prezzi. Bisognerà quindi massimizzare W , subordinato a:

$$Q_t = F(K_t, L_t) = AK_t^{\alpha} L_t^{\beta} \quad (6)$$

$$\dot{K}_t = I_t - \delta K_{t-1} \quad (7)$$

dove δ è il tasso di ammortamento. Si ipotizza quindi una funzione di tipo Cobb-Douglas e che la variazione dello stock di capitale sia pari all'investimento netto più quello sostitutivo. La soluzione si troverà risolvendo le condizioni di primo ordine⁹:

$$\frac{\delta Q}{\delta L} = \frac{w}{p} \quad (8)$$

$$\frac{\delta Q}{\delta K} = \frac{q(r+\delta)}{p} = \frac{c}{p} \quad (9)$$

con $c=q(r+\delta)$ pari allo *user cost of capital*. Si prevede allora, come anticipato, che i fattori produttivi vengano sfruttati fino al punto in cui si eguaglieranno i loro costi e ricavi marginali.

Viene presentata, quindi, una teoria dall'orientamento neoclassico, in cui il processo di investimento è

⁹ Una più dettagliata analisi dei passaggi matematici può essere ovviamente reperita in Jorgenson (1963), ma anche Zanetti (1977), Chirinko (1993), Baddeley (2003) ed Eklund (2013). Quella proposta si basa sulla spiegazione di Girardi (2017).

interpretato come un passaggio da una quantità ottima di capitale a un'altra. Per completezza, possiamo definire anche lo stock ottimale di capitale, sempre eguagliando la produttività marginale del capitale (PM_k) allo *user cost of capital*:

$$PM_k = \frac{\delta Q}{\delta K} = A\alpha K^{\alpha-1} L^\beta = \alpha \frac{Q}{K} \quad (10)$$

$$\alpha \frac{Q}{K} = \frac{c}{p} \quad (11)$$

$$K^* = \alpha \frac{pQ}{c} \quad (12)$$

e, di conseguenza, l'investimento sarà pari a:

$$I = \alpha(pQ/c)_t - \alpha(pQ/c)_{t-1} = \alpha\Delta(pQ/c) \quad (13)$$

Questo modello si basa su una serie di assunzioni, che ne limitano l'effettiva valenza nel mondo reale. In particolare, si assume:

1. Assenza di reaction lags e costi di aggiustamento (i reaction lags sono stati già introdotti, i costi di aggiustamento sono tutti quei costi che è necessario sostenere quando si modifica l'asset capitale dell'impresa).
2. Le decisioni di investimento sono indipendenti da quelle di finanziamento.
3. L'investimento è completamente reversibile, senza bisogno di sostenere alcuna spesa.
4. Il capitale è omogeneo.

Queste assunzioni, accompagnate dalle formule in precedenza derivate, evidenziano come Jorgenson interpreti l'investimento come un aggiustamento istantaneo e non costoso verso il livello di capitale desiderato dall'impresa.

L'obiettivo di una teoria economica come quella dell'investimento dovrebbe essere quello di descrivere, nel miglior modo possibile, la realtà del mondo in cui ci troviamo. Jorgenson, impostando la sua analisi su queste ipotesi, invece, tende ad allontanarsi da un approccio di questo tipo. Segue le orme di Fisher, impostando un modello perfetto dal punto di vista matematico, ma non completamente applicabile in un contesto reale. Inoltre, non vengono ancora considerati problemi legati all'incertezza e alle aspettative o fattori di tipo psicologico (Baddeley, 2006). Prendendo in prestito le parole di Zanetti (1977):

«Il primo compito della critica è valutare l'aderenza alla realtà delle ipotesi assunte dalla teoria. Senza cercare di riprodurla fedelmente, il modello deve cogliere le linee essenziali della realtà; se le ipotesi assunte sono troppo restrittive,

ne segue una costruzione che può essere anche formalmente perfetta, ma che non è in grado di spiegare le situazioni concrete». (Zanetti, 1977, p. 18)

A questa critica, ne viene anche accompagnata un'altra di carattere più tecnico, fondata sulla definizione di capitale adottata da Jorgenson. Girardi (2017) sottolinea, infatti, come un altro problema derivi dalla definizione del capitale come omogeneo. In un'economia in cui il capitale è eterogeneo (come quella reale), la sua domanda dipenderà dai prezzi relativi delle diverse attrezzature e non direttamente dal tasso di interesse. A una sua variazione, infatti, lo stock di capitale posseduto da un'impresa potrebbe sia aumentare che diminuire, in base alla contestuale variazione dei prezzi relativi. Questo renderebbe impossibile definire una generica relazione tra il costo del capitale e il rapporto K/L, non giustificando l'uso di una funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas¹⁰.

«The very conception of capital on which the whole theoretical construct is based [...] turns out to be untenable. And even when adopting this incorrect definition of capital, one finds that there is no general negative relation between the long-period K/L ratio and the interest rate». (Girardi, 2017, p. 8)

Il modello dei costi di aggiustamento

Come anticipato, la teoria esposta da Jorgenson prevede che un'impresa sia in grado di modificare il suo stock di capitale in modo immediato, per raggiungere quello ottimale. Fin quando la variazione del capitale sarà regolare, questo non si rivelerà un problema. Nel caso in cui si verificasse un improvviso cambiamento della quantità di capitale desiderata, invece, emergerebbero delle difficoltà. Parker (2010) ne spiega il motivo in maniera molto intuitiva. Basti pensare a una funzione che descriva la variazione nel tempo del capitale, il tasso di investimento sarà allora pari alla pendenza di questa funzione. Se il capitale ottimo aumentasse improvvisamente in un periodo t , allora, in quel momento la variazione del capitale nel tempo sarebbe rappresentata da una retta verticale, la cui conseguenza sarebbe un tasso di investimento infinito e, ovviamente, una situazione del genere sarebbe impensabile. Sarà necessario, dunque, introdurre un nuovo modello, in grado di risolvere questo problema. Un approccio molto diffuso è quello del modello dei costi di aggiustamento, il quale prevede che, all'aumentare dell'investimento, l'impresa si trovi ad affrontare dei costi crescenti (si eliminano quindi le assunzioni di Jorgenson che portavano a definire questo processo come istantaneo e gratuito). Questi costi di aggiustamento possono essere distinti in interni ed esterni (Baddeley, 2003). Quelli esterni sono da associare a motivazioni riguardanti l'intera industria, mentre quelli interni sono caratteristici

¹⁰ Intorno a questo tema si è sviluppata la Cambridge Capital Theory Controversy, una discussione tra due gruppi di economisti, inglesi da una parte e americani dall'altra. Spiegare nel dettaglio questo argomento richiederebbe troppo spazio e, non essendo questo il mio obiettivo, non sarà fatto. Molto in breve, la discussione riguardava l'interpretazione del capitale nella teoria economica e se potesse, quindi, essere considerato omogeneo o eterogeneo. Per un'analisi approfondita si veda Harcourt (1972).

della singola impresa ed entrambi renderanno l'aggiustamento del capitale non istantaneo, bensì distribuito lungo diversi periodi. Questo processo non è nemmeno detto sia continuo, ma potrebbe avvenire in modo irregolare, data l'incertezza che caratterizza un nuovo investimento. Prima di prendere una decisione dalle conseguenze così permanenti, infatti, il manager di un'impresa considererà tutte le variabili in gioco e potrebbe decidere, nonostante aspettative positive sui profitti da esso derivanti, di non portare avanti un progetto, a causa dei suoi costi di aggiustamento troppo elevati. Questi costi sono spesso assunti come convessi (crescenti al crescere degli investimenti) e, considerandoli, sarà possibile trovare il tasso di investimento ottimale:

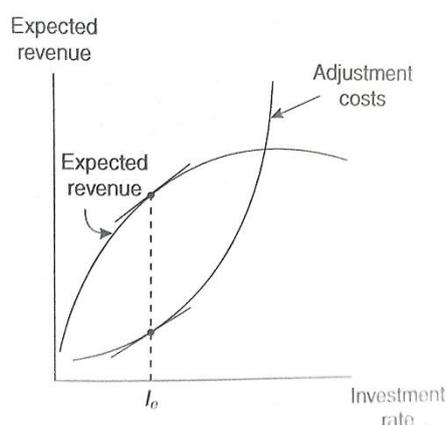


Figura 2 : Investimento e costi di aggiustamento - Fonte: Baddeley (2003)

bisognerà semplicemente posizionarsi sul punto in cui la distanza tra i ricavi attesi e i costi di aggiustamento sia massima, in modo da massimizzare i profitti.

Nonostante questo modello sia stato in grado di risolvere uno dei problemi dell'analisi di Jorgenson, molti altri continuano a rimanere. Continuano a non essere incorporate argomentazioni psicologiche o comportamentali, che invece vengono prese in considerazione nelle teorie post-keynesiane. Ancora una volta, si riesce a trovare un'apparente efficienza matematica, la quale è però fine a sé stessa. Vi è bisogno di una base teorica più forte, in grado di supportare un modello applicabile praticamente.

6. La q di Tobin

La q marginale

Questa teoria viene introdotta da Brainard and Tobin (1968) e Tobin (1969 e 1978). Si basa su uno spunto di Keynes (1936), che scriveva:

«the daily revaluations of the Stock Exchange, though they are primarily made to facilitate transfers of old investments between one individual and another, inevitably exert a decisive influence on the rate of current investment. For there is no sense in building up a new enterprise at a cost greater than that at which a similar existing enterprise can be purchased; whilst there is an inducement to spend on a new project what may seem an extravagant sum, if it can be floated off on the Stock Exchange at an immediate profit». (Keynes, 1936, p. 131)

Lo stesso passaggio viene, infatti, riportato da Tobin nel suo paper del 1978. Da questa intuizione, verrà allora sviluppata una nuova teoria dell'investimento, che, nonostante sia stata bersaglio, come le altre, di diverse critiche, riveste una grande importanza per le innovazioni da essa offerte. La principale aggiunta ai passati modelli è stato l'esplicito inserimento delle aspettative in una teoria dell'investimento. Gli agenti economici vengono considerati come dei soggetti in grado di prendere decisioni in modo razionale¹¹ e, per questo motivo, i mercati azionari, essendo luogo di incontro di questi soggetti, saranno fondamentali nel definire le aspettative future. Come anticipato da Keynes, si porterà avanti un investimento solo nel caso in cui il conseguente aumento del valore di borsa di un'impresa sia maggiore dei costi di aggiustamento associati al progetto. L'investimento viene definito come:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_t = \frac{1}{\alpha}(q_t - 1) + u_t \quad (14)$$

dove α è un coefficiente positivo, q è una variabile definita come q marginale (q_m) e u un termine di errore¹². Il rapporto q_m rappresenta l'eventuale guadagno (o perdita) collegato all'acquisto di una nuova unità di capitale e, di conseguenza, a un'impresa converrà investire solo se questo rapporto sarà maggiore di 1, mentre diminuirà il suo stock di capitale nel caso contrario. La novità introdotta da Brainard e Tobin consiste nel collegare questo semplice ragionamento al mercato dei capitali, legando la relazione appena descritta a un secondo rapporto, che verrà ora analizzato.

¹¹ Come poi argomentato da Muth (1961), attraverso le sue *rational expectations*.

¹² Una più approfondita analisi matematica può essere trovata, oltre che negli originali di Brainard e Tobin, in Eklund (2013), che arriva alle stesse conclusioni, ma riprendendo il modello neoclassico di Jorgenson, a cui aggiunge i costi di aggiustamento. Il tema viene trattato anche da Chirinko (1993), Baddeley (2003) e Girgin, Karlis and Nguyen (2018).

La q media

Nel mondo reale, infatti, ottenere informazioni sulla q marginale sarà impossibile e, necessariamente, bisognerà utilizzare una nuova variabile, la q media, definita Q_a . Essa rappresenta il *market-to-book value* di un'impresa, cioè il rapporto tra il suo valore di mercato e il valore del suo stock di capitale:

$$Q_a = \frac{\text{Stock Market capitalization of firm's assets}}{\text{Replacement cost of its capital stock}} \quad (15)$$

Nuovamente, quando questo rapporto sarà maggiore di 1, l'impresa sarà spinta a investire, immaginando che, come anticipato 30 anni prima da Keynes, il suo valore di borsa crescerà in modo maggiore. Hayashi (1982) dimostra che la q media e quella marginale saranno uguali solo sotto delle assunzioni molto restrittive:

1. L'impresa deve essere una price-taker (vi deve essere concorrenza perfetta).
2. La funzione di produzione e quella dei costi di aggiustamento devono avere rendimenti di scala costanti.
3. Le scelte di investimento devono essere separate da quelle di finanziamento.

Subordinato a queste ipotesi, allora, « q_m captures the incentive to invest and, when Q_a is equal to q_m , Q_a will give a quantifiable measure of this incentive to invest» (Baddeley, 2003, p. 100)¹³.

Un approccio di questo tipo, però, nasconde diversi limiti (Chirinko, 1993; Baddeley, 2003 e Coad, 2007). Viene infatti assunto, in modo implicito, che il mercato azionario sia in grado di valutare in modo efficiente i flussi di cassa futuri di un'impresa. Questo, purtroppo, non è vero, in quanto i valori di borsa sono in realtà influenzati da variabili e tendenze soggettive dei singoli investitori, che creeranno una differenza tra il market value e il valore effettivo del capitale di un'impresa. I mercati non sono efficienti e non possono essere utilizzati per fare previsioni matematiche rispetto al futuro. Lo stesso Keynes, poche pagine dopo aver evidenziato l'importanza del mercato azionario, infatti, ne sottolineava anche il suo più grande limite, attraverso la famosa metafora del concorso di bellezza:

«professional investment may be likened to those newspaper competitions in which the competitors have to pick out the six prettiest faces from a hundred photographs, the prize being awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitors as a whole; so that each competitor has to pick, not those faces which he himself finds prettiest, but those which he thinks likeliest to catch the fancy of the other competitors, all of whom are looking at the problem from the same point of view. It is not a case of choosing those which, to the best of one's judgment, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest. We have

¹³ Nel suo libro, Baddeley definisce la q media come q_a , l'ho modificata per rimanere coerenti con la formulazione presentata in precedenza.

reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practise the fourth, fifth and higher degrees». (Keynes, 1936, p. 156)

Lo stock market, come è ora evidente, non è in grado di rappresentare in modo affidabile le aspettative future riguardo una impresa, essendo esso frequentato da soggetti tutt'altro che razionali, ma spinti dal loro "*investor sentiment*". Un altro problema deriverà dal calcolo del *replacement cost*. Questo, infatti, non è in grado di valutare gli asset intangibili di un'impresa, come ad esempio il capitale umano o le spese in ricerca e sviluppo, che invece vengono incorporati nel valore azionario. Considerando la sempre maggior importanza nell'impresa moderna di questo tipo di asset, il problema non sarà da poco e renderà il calcolo della q media di poca rilevanza (non è più un rapporto tra due valori diversi di uno stesso capitale). Inoltre, il calcolo del denominatore sarà svolto considerando un tasso di ammortamento lineare, che potrebbe rivelarsi inadeguato in occasione di importanti "*structural shifts*". Infine, ulteriori difficoltà potrebbero sorgere nell'implementazione delle tasse nella valutazione. Come se tutto ciò non bastasse, l'uguaglianza tra la q marginale e la q media è fondata su una serie di assunzioni, le quali rendono questo modello di difficile applicazione nel mondo reale.

In conclusione, anche questa teoria non è riuscita a mettere d'accordo la letteratura economica riguardo le motivazioni e il processo di investimento di un'impresa, ricevendo infatti diverse critiche. Si è provato, facendo un piccolo passo avanti rispetto ai modelli precedenti, a considerare in modo esplicito il problema delle aspettative, ma, per farlo, sono state poste delle assunzioni molto forti, considerando gli agenti economici come dei soggetti completamente razionali e derivando, di conseguenza, nel mercato azionario la soluzione al problema dell'incertezza. A questo si sono poi aggiunte diverse difficoltà riguardanti il calcolo della q media e quindi l'effettiva applicabilità di questa teoria da parte di un qualsiasi manager. Va comunque sottolineato lo sforzo, non scontato e infatti non portato avanti dai precedenti economisti, nel proporre un'analisi più pragmatica e che è stata in grado di introdurre e di prendere in considerazione aspetti in precedenza completamente ignorati.

7. Le teorie finanziarie dell'investimento

Le fonti di finanziamento

Le teorie analizzate finora non si sono mai poste il problema di come un investimento venisse finanziato, assumendo che l'impresa fosse in grado, ogni volta che si presentasse un'occasione favorevole, di portare avanti qualsiasi progetto. Sappiamo che nella realtà non è così e le decisioni dei manager sono fortemente influenzate dalla disponibilità di fondi. Ai fini di una migliore comprensione dell'argomento, verranno prima di tutto esposte le diverse modalità di finanziamento di un'impresa e i costi ad esse associati. Esistono tre fonti a cui l'impresa può attingere, che a loro volta possono essere divise in interne o esterne:

1. L'autofinanziamento, derivante dai profitti accumulati nel tempo (finanziamento interno).
2. L'indebitamento verso banche o attraverso l'emissione di obbligazioni (finanziamento esterno).
3. L'emissione di azioni (finanziamento esterno).

Ognuna di esse è associata a delle spese di diversa entità. L'analisi di questi concetti verrà affiancata dalla Figura 3¹⁴, che mette a confronto i costi associati ai vari finanziamenti con la quantità di risorse necessarie:

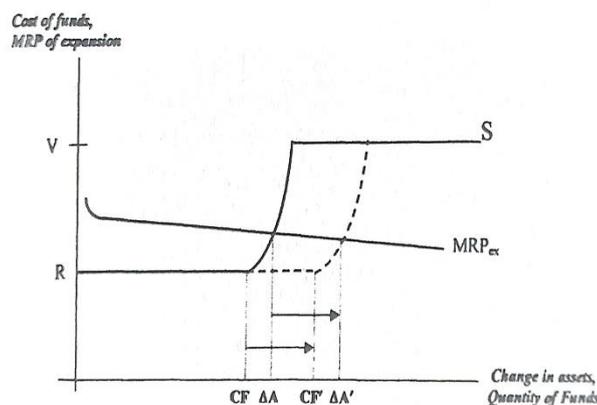


Figura 3: Fonti di finanziamento - Fonte: Carpenter and Petersen (2002)

La funzione S rappresenta le diverse modalità di finanziamento e si divide in tre regioni. L'autofinanziamento è la fonte di risorse finanziarie meno costosa, in quanto non è legata ad alcun tipo di rischio e il suo unico costo è quello opportunità, derivante dal mancato sfruttamento delle risorse in un impiego alternativo. In questa prima porzione, infatti, S è orizzontale, in quanto all'aumentare dell'utilizzo dei profitti accumulati, le spese unitarie per l'impresa rimarranno uguali. Raggiunto il limite di disponibilità interne, l'impresa avrà necessità di prendere a prestito da banche o dal mercato obbligazionario. Il costo marginale, in questo caso, sarà crescente, a causa del maggior rischio legato a un alto indebitamento, che potrebbe portare l'impresa, in

¹⁴ Carpenter e Petersen rappresentano anche la retta MRP_{ex} e traslano la funzione S , al fine di analizzare altri aspetti di questo argomento. A noi, però, quella parte non interessa, quindi si ignorino pure gli aspetti del grafico a cui non viene fatto riferimento, questo non ne comprometterà la comprensione.

situazioni estreme, a risultare insolvente e rischiare la bancarotta (Parker, 2010). In questo secondo tratto, infatti, S diventerà crescente. Infine, quando i costi legati all'indebitamento diventeranno troppo alti, l'impresa si affiderà all'emissione di nuovi titoli sul mercato azionario, che, da un punto di vista prettamente finanziario¹⁵, non porterà a costi crescenti. La curva tornerà allora a essere perfettamente elastica.

I costi associati alle possibilità di finanziamento limiteranno l'investimento di un'impresa. Prima di analizzare questo punto, però, verrà esposta la tesi contraria, riconducibile alla Proposizione III di Modigliani e Miller.

Le proposizioni di Modigliani e Miller

Modigliani and Miller (1958) dimostrano nel loro noto paper tre proposizioni. Ai fini della nostra analisi, è utile solo la III, la quale si fonda però sui risultati della I. La Proposizione II può essere anche ignorata, in quanto non fondamentale per la teoria dell'investimento.

Per prima cosa, si assume che l'obiettivo di ogni impresa sia quello di massimizzare il suo valore di mercato. Le imprese vengono divise in classi, all'interno delle quali i ricavi derivanti dai loro titoli sono proporzionali e, di conseguenza, potranno variare solo in base alle dimensioni dell'impresa. In un perfetto mercato dei capitali, allora, i ricavi attesi unitari di ogni impresa in una stessa classe saranno pari. Si avrà:

$$p_j = \frac{1}{p_k} \bar{x}_j \quad (16)$$

e in modo equivalente:

$$p_k = \frac{\bar{x}_j}{p_j} \quad (17)$$

dove p_j rappresenta il prezzo unitario e \bar{x}_j i ricavi attesi unitari del titolo di una certa impresa j , appartenente a una classe k . Allora p_k sarà costante per ogni impresa appartenente alla classe k . Vengono proposte tre interpretazioni per questa costante e la più intuitiva la descrive come i profitti attesi di un qualsiasi titolo in una stessa classe. Vengono poi introdotte le obbligazioni, anche esse scambiate in un mercato perfetto e dal costo unitario uguale, il quale viene definito da un tasso di interesse r .

La Proposizione I dimostra¹⁶ come il valore di mercato di un'impresa sia indipendente dalle sue forme di

¹⁵ Ovviamente non si possono emettere azioni all'infinito, questo causerebbe grandi problemi all'impresa. Considerando, però, solo le spese monetarie associate a tale strategia (senza far riferimento quindi a problemi di altro tipo), è possibile rappresentare questa terza regione della funzione come fortemente elastica.

¹⁶ I passaggi matematici sono eccessivamente lunghi e non vale la pena riprodurli. Sono comunque di semplice comprensione e

finanziamento e come, nel caso questa regola non dovesse valere, un processo di arbitraggio riporterà la situazione in equilibrio. Facendo uso di questo risultato, viene poi dimostrata, nella Preposizione III, la totale autonomia delle scelte di investimento dalle modalità di finanziamento dell'impresa. Modigliani e Miller analizzano infatti i casi di debito, autofinanziamento ed emissione di titoli azionari e dimostrano come, in ognuna delle tre situazioni, un'impresa sarà portata a investire se e solo se:

$$p^* > p_k \quad (18)$$

dove p^* rappresenta il rendimento dell'investimento in questione (p_k è già stato definito in precedenza).

«The cut-off point for investment in the firm will in all cases be p_k and will be completely unaffected by the type of security used to finance the investment».
(Modigliani and Miller, 1958, p. 288)

In breve, Modigliani e Miller dimostrano come la decisione di investimento di un'impresa sia completamente indipendente dalla sua forma di finanziamento e, difatti, dipenda da variabili che non hanno niente a che fare con essa.

Una breve descrizione di queste teorie, nonostante non siano prettamente collegate al tema dell'investimento¹⁷, era importante in quanto, separando le attività di finanziamento da quelle di investimento, può aiutare a comprendere meglio questo aspetto, presente in tutti i modelli esposti nelle pagine precedenti¹⁸ (i quali non si pongono il problema della disponibilità di risorse finanziarie, assumendo che i manager siano in grado, quando desiderano, di portare avanti un qualsiasi progetto potenzialmente profittevole). Questa analisi, però, si fonda ancora una volta su assunzioni molto restrittive e non facilmente applicabili al mondo reale. Si ipotizza, infatti, un mercato privo di imperfezioni, il che permette di svolgere delle dimostrazioni matematiche perfette, ma che potrebbero rivelarsi di poca utilità in una teoria, come quella dell'investimento, che dovrebbe porre le sue radici in un approccio il più realistico possibile.

Nei prossimi modelli che verranno analizzati l'approccio cambierà completamente, provando a spiegare come siano proprio gli aspetti finanziari a influenzare l'attività di investimento.

possono essere trovati in Modigliani and Miller (1958).

¹⁷ Sono teorie del finanziamento dell'impresa, argomento tangente a quello trattato, ma non propriamente fondamentale.

¹⁸ Alcuni di loro sono stati pubblicati prima del 1958, anno a cui risale il paper di Modigliani e Miller. Ovviamente non vi potrà essere un diretto riferimento a qualcosa che non era stato ancora scritto. Tuttavia, spesso viene ipotizzata una separazione tra scelte di investimento e di finanziamento. L'esposizione di questo modello è stata quindi utile per fornire una spiegazione più dettagliata di questo aspetto, ma anche per fare un parallelo con le teorie finanziarie dell'investimento, che si basano proprio sul rifiuto di questa visione.

Le teorie finanziarie e i loro limiti

In Kalecki (1937 e 1954) viene esposta una teoria dell'investimento basata esclusivamente su argomentazioni finanziarie. L'investimento in capitale fisso ($F_{t+\tau}$) viene definito come dipendente da tre variabili:

1. I profitti correnti dell'impresa.
2. La variazione dei profitti.
3. La variazione nella quantità di capitale fisso.

Il primo di questi fattori merita particolare attenzione e fa riferimento ai risparmi lordi dell'impresa (S), che avranno un effetto positivo sugli investimenti. Kalecki definisce i profitti g collegati a un'attività di investimento:

$$g = p_m - (\rho + \sigma)k \quad (19)$$

dove p_m sono i guadagni ad esso associati e ρ e σ sono rispettivamente il tasso di interesse e il rischio collegati al finanziamento del progetto, che vanno infatti moltiplicati per il capitale k acquistato. L'obiettivo sarà quello di massimizzare il rendimento dell'investimento p_m , che si ottiene investendo in un valore ottimale k_o tale per cui:

$$\frac{\delta p_m}{\delta k} = \rho + \sigma \quad (20)$$

dove questa derivata definisce l'efficienza marginale dell'investimento.

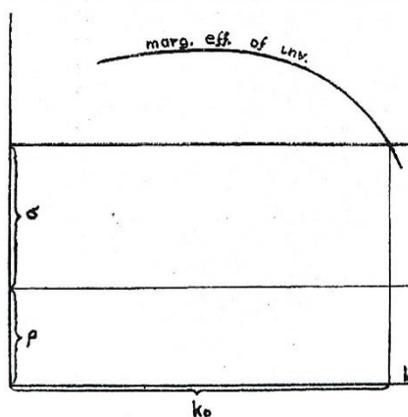


Figura 4: Kalecki ed efficienza marginale dell'investimento decrescente - Fonte: Kalecki (1937)

Come si può notare dalla Figura 4, il capitale k_o può essere finito se e solo se l'efficienza marginale

dell'investimento è decrescente. Un andamento di questo genere, però, viene subito escluso, a causa della mancanza di motivazioni che potrebbero giustificare tale decrescenza. Di conseguenza, l'investimento dovrà essere limitato da qualche altro fattore. La soluzione viene trovata nel rischio σ , crescente al crescere dell'ammontare investito k . Le motivazioni sono da attribuire al maggiore rischio collegato a investimenti di grandi dimensioni, che, se non dovessero rivelarsi profittevoli come sperato, potrebbero creare gravi problemi all'impresa, portandola, nei casi più gravi, anche a una situazione di insolvenza. Il grafico allora cambierà:

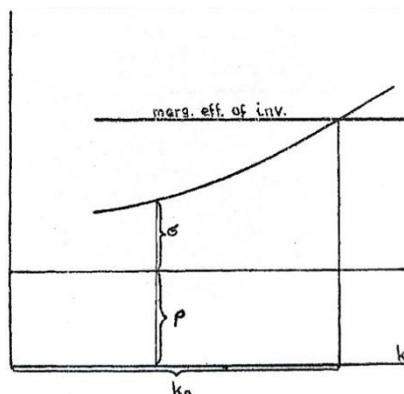


Figura 5: Kalecki e il rischio crescente - Fonte: Kalecki (1937)

Sarà quindi possibile investire di più affidandosi all'autofinanziamento, mentre, nel caso di finanziamenti esterni, l'investimento sarà limitato dal crescente rischio ad essi legato (i profitti assumono un ruolo strategico). Viene poi anche dimostrato, sempre graficamente, come in una situazione di immobilismo economico il risparmio dell'impresa (ottenuto attraverso la ritenzione dei profitti interni) sia l'unico combustibile degli investimenti. Viene ripresa la Figura 5, ma da entrambe le funzioni viene sottratto il tasso di interesse ρ , ottenendo quindi il rischio marginale e i profitti marginali dell'investimento. Si immagini un iniziale equilibrio, con il raggiungimento del livello di capitale ottimale:

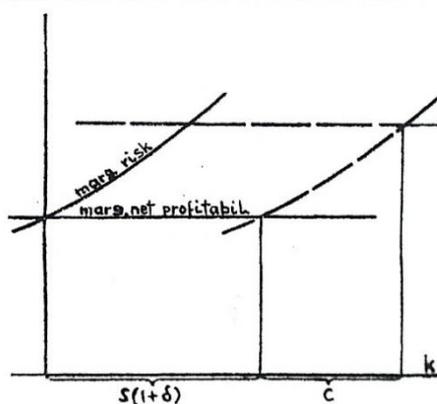


Figura 6: Kalecki e l'investimento in un'economia ferma - Fonte: Kalecki (1937)

Sarà possibile continuare a investire, nel caso la situazione economica non vari, soltanto utilizzando i profitti interni, il che permetterebbe di traslare la funzione del rischio marginale verso destra.

Meno attenzione viene posta da Kalecki sulle altre due variabili, introdotte nel solo lavoro del 1954. Basti sottolineare l'effetto positivo della variazione dei profitti ($\Delta P/\Delta t$) sugli investimenti, che renderanno appetibili progetti in precedenza non realizzabili, e quello negativo della quantità di capitale fisso ($\Delta K/\Delta t$). L'investimento in capitale fisso, allora, potrà essere descritto dalla funzione:

$$F_{t+\tau} = aS_t + b \frac{\Delta P_t}{\Delta t} - c \frac{\Delta K_t}{\Delta t} + d \quad (21)$$

dove d rappresenta un coefficiente variabile solamente nel lungo periodo.

Esattamente 20 anni dopo il primo paper di Kalecki, Meyer e Kuh pubblicano "The Investment Decision: An Empirical Study" (1957), in cui anche loro argomentano a favore di una teoria finanziaria dell'investimento. Affermano che attività di questo genere saranno fortemente dipendenti dalle disponibilità monetarie dell'impresa, considerate la loro principale variabile esplicativa. Nel libro, viene portata avanti principalmente un'analisi empirica, che dovrebbe dare maggiore forza alla loro teoria. Girgin, Karlis and Nguyen (2018) propongono però una semplicissima formula, in grado di riassumere le idee dei due economisti americani:

$$K_t^* = \alpha L_t \quad (22)$$

dove K rappresenta il capitale acquistato, L la liquidità dell'impresa e α una generica costante compresa fra 0 e 1. Il valore del capitale ottenibile dipenderà allora, ancora una volta, dalle disponibilità interne dell'impresa, dato che, esaurite esse, i costi legati ad altre modalità di finanziamento renderanno l'investimento molto più costoso e quindi limitato.

Infine, anche Coad (2007) espone una teoria finanziaria dell'investimento, definita evoluzionista. La premessa è che in un mondo governato dall'incertezza, i manager prenderanno le loro decisioni basandosi sul passato, unica informazione a loro disponibile, in riferimento alle performance finanziarie (l'intuizione è la stessa della teoria dell'acceleratore, ma applicata a un riferimento diverso). La crescita di un'impresa (necessariamente collegata all'investimento¹⁹) sarà allora uguale a:

¹⁹ Questo collegamento tra teoria della crescita e teoria dell'investimento non può essere riassunto in modo così banale con una sola frase, ma verrà analizzato meglio in seguito (*infra*, Capitolo 11).

$$\delta x_i = \alpha x_i (F_i - \bar{F}) \quad (23)$$

dove δ rappresenta una variazione, x_i la quota di mercato di un'impresa i in un'industria, α un parametro positivo, F_i la performance finanziaria dell'impresa e \bar{F} quella media nell'industria. Come è evidente, le imprese con una performance migliore della media saranno in grado di investire e quindi di crescere di più. Questo punto viene anche supportato da Fagiolo and Luzzi (2006), che, analizzando un insieme di imprese italiane, arrivano alla medesima conclusione, cioè che le restrizioni finanziarie limiteranno la crescita di un'impresa.

In generale, tutte queste teorie pongono gli aspetti finanziari al centro della questione dell'investimento, argomentando a favore di una sua completa dipendenza da essi. Si supporta l'idea che basti la disponibilità di risorse finanziarie per portare avanti un investimento. Una visione del genere, però, non può che risultare limitata. Un'impresa non può essere considerata come una macchina ottimizzatrice, che risponde in modo automatico a degli impulsi esogeni (in questo caso di natura finanziaria). Le motivazioni nascoste dietro la decisione di portare avanti un investimento sono molto più profonde e da ricercare in fattori soggettivi e non deterministici. Inoltre, esistono limiti di altra natura, contestuali e di disponibilità di risorse umane, che esercitano una forte influenza su un processo di questo tipo (*infra*, Capitolo 11). Nonostante i limiti di queste teorie, però, rimane innegabile l'influenza delle variabili finanziarie sulle attività di investimento, le quali dovrebbero in ogni caso essere considerate, affiancate a un modello più completo. L'errore risiede solamente nell'associare ad esse un potere esplicativo completo, il che porterà ad ignorare il reale processo presente dietro questa attività. A queste considerazioni, si aggiunge la tendenza delle situazioni di *credit crunch* a colpire solo (o perlomeno in maniera maggiore) le imprese di piccole dimensioni (Bernanke, Gertler and Gilchrist, 1996; Carpenter and Petersen, 2002; Beck, Demirgüç-Kunt and Maksimovic, 2005; Fagiolo and Luzzi, 2006 e Parker, 2010). Gli stessi Meyer e Kuh affermano che, nonostante influenzino ogni impresa, «small firms are clearly more sensitive to the liquidity variables» (Meyer and Kuh, 1957 [1959], p. 176). Secondo Chirinko and Schaller (1995) e Bernanke, Gertler and Gilchrist (1996) questo stesso fenomeno sarebbe dovuto a un particolare caso di problema principale-agente tra prenditori e prestatori di fondi. In una situazione di stretta creditizia, infatti, i prestatori, trovandosi in una posizione di asimmetria informativa sfavorevole verso i prenditori, tenderanno a favorire imprese di grandi dimensioni, per la maggiore facilità e quindi i minori costi collegati alla conseguente attività di monitoraggio. Si assisterà quindi a una “*flight to quality*” da parte degli intermediari finanziari, che finirà per sfavorire le piccole imprese, che risentiranno maggiormente dell'avversa situazione creditizia. Le teorie finanziarie dell'investimento, quindi, oltre a presentare i limiti in precedenza esposti, non sembrerebbero nemmeno applicabili alla totalità delle imprese, a causa dell'enorme differenza degli effetti provocati dalle variabili finanziarie sulle imprese di piccole e di grandi dimensioni. Facendo riferimento al mercato azionario e obbligazionario, si finisce inoltre per restringere

l'analisi a solo un pezzo di mondo, quello delle grandi imprese, introducendo variabili e argomentazioni vevoli solo al di sopra di una certa soglia dimensionale.

In tempi più recenti, sono state proposte nuove teorie dell'investimento che potrebbero essere etichettate come finanziarie, ma che si fondano su argomentazioni comportamentali. La questione dell'influenza delle disponibilità monetarie viene accompagnata da motivazioni psicologiche, che danno loro maggiore forza. Si entra però, in questo modo, in un nuovo ambito della letteratura economica, di matrice post-keynesiana, che verrà analizzato nei Capitoli 12 e 13, quando verranno introdotti i concetti di overinvestment e underinvestment²⁰.

²⁰ Per ora basta sottolineare come queste teorie possano potenzialmente dare nuovo respiro a quelle finanziarie tradizionali. Verranno poi analizzate in modo dettagliato nei capitoli citati.

8. Il ruolo dell'incertezza nell'investimento

Gli spunti di Keynes e la real options theory

Nella quasi totalità delle teorie finora esposte, il tema dell'incertezza viene messo da parte, immaginando operatori razionali e sempre in grado di prendere la decisione migliore per l'impresa. Si descrivono processi di aggiustamento gratuiti e immediati verso un livello di capitale ottimale, che portano implicitamente a interpretare l'attività di investimento come completamente reversibile. Fanno eccezione il modello dei costi di aggiustamento, che però continua a non introdurre in modo esplicito il tema dell'incertezza e delle aspettative, e la q di Tobin, che invece prova a farlo, se pur cercando supporto in assunzioni poco verosimili.

Prima di proseguire, è necessario fare una precisazione: l'incertezza è qualcosa di diverso dal rischio. Per incertezza, infatti, si intende l'ignoranza riguardo al futuro e la conseguente impossibilità di fare previsioni affidabili su di esso. Il rischio, invece, è qualcosa di calcolabile e di cui si è a conoscenza (Virlics, 2013), che si può decidere di affrontare o meno, eventualmente provandolo a ridurre attraverso mezzi assicurativi. Semplificando molto la questione, l'incertezza può essere definita come un rischio non assicurabile ed eserciterà una forte influenza sugli investimenti. Nel caso siano considerati reversibili, allora, gli alti rendimenti potenziali ad essa collegati renderanno più appetibile un certo progetto. Sapendo infatti di poter tornare sui propri passi senza conseguenze, qualsiasi manager preferirà portare avanti progetti potenzialmente più redditizi, anche avendo a disposizione poche informazioni su di essi. Ipotizzando una correlazione positiva tra incertezza e rendimenti, ne consegue allora che l'incertezza sarà correlata positivamente anche con gli investimenti. Questo, ovviamente, non varrà nel caso gli investimenti siano considerati irreversibili. Ciò porterebbe, infatti, a degli alti costi nel caso una nuova attività si riveli fallimentare, spingendo quindi i manager a operare in modo più cauto. La correlazione tra incertezza e investimenti diventerà allora negativa (Baddeley, 2003).

Il tema dell'incertezza viene in parte anticipato da Keynes (1936), che, dopo aver definito il *marginal efficiency of capital*, precisa:

«the rate of interest is, virtually, a current phenomenon; and if we reduce the marginal efficiency of capital to the same status, we cut ourselves off from taking any direct amount of the influence of the future in our analysis of the existing equilibrium».

(Keynes, 1936, pp. 145-146)

Pertanto, nel definire una teoria dell'investimento, andrà sempre tenuto in considerazione il ruolo svolto dall'incertezza riguardante il futuro, cosa che invece non verrà fatta da molti autori a lui successivi. Esistono troppe situazioni non prevedibili e che potrebbero influenzare fortemente la buona riuscita di un investimento per ignorare questo fattore. In un contesto di questo tipo, in cui non è possibile crearsi aspettative certe riguardo il futuro, sarà allora l'"*animal spirit*" dei manager a spingerli a investire, trascinati dalle loro convinzioni e dai loro sentimenti.

Proprio sui concetti di incertezza e di irreversibilità di un investimento, si basa anche la *real options theory* di Dixit and Pindyck (1994), che riescono a inserirli in modo esplicito in un modello quantitativo. Prendendo spunto da alcune delle idee di Keynes²¹, sviluppano una teoria centrale nella questione dell'influenza esercitata dall'incertezza sull'investimento. Essi affermano che ogni decisione di questo tipo sarà caratterizzata da tre fattori:

1. Una sua parziale o totale irreversibilità.
2. Incertezza riguardo il futuro.
3. Possibilità di posticiparla, in modo da poter raccogliere maggiori informazioni.

Queste caratteristiche renderanno la scelta analoga a un'opzione finanziaria: si ha la possibilità, ma non l'obbligo, di acquistare un certo asset a una data futura. Essendo tutta l'analisi basata sul concetto di irreversibilità, Dixit e Pindyck, come prima cosa, motivano questa assunzione. Nel caso l'investimento sia *firm o industry specific*, infatti, non sarà possibile rivendere l'asset acquistato (se si rivelasse un fallimento le altre imprese nello stesso settore non sarebbero disposte ad acquistarlo), portando quindi alla creazione di costi affondati. Anche nel caso non fosse così, la caratteristica di irreversibilità rimarrebbe comunque, a causa del "*lemons problem*" di Akerlof (1970)²². Gli operatori saranno infatti disposti a offrire per il capitale un prezzo che rifletta la qualità media del mercato, da cui conseguirebbe la sola vendita di prodotti scadenti (nessuno sarà disponibile a vendere un prodotto di alta qualità a un prezzo più basso). Questo processo porterebbe a ridursi ulteriormente la qualità e quindi il prezzo medio del mercato e, di conseguenza, nessun manager vorrà cedere un macchinario praticamente nuovo a un prezzo così basso. Ogni investimento, però, potrà essere ritardato, con lo scopo di ottenere più informazioni, in modo da prendere una decisione ponderata ed evitare di incappare in costi derivanti da una scelta troppo affrettata. Esisterà, allo stesso modo, anche un costo opportunità associato a questa attesa, durante la quale l'impresa potrebbe invece investire le finanze a sua disposizione. Assumerà allora importanza, oltre alla semplice decisione di portare avanti un progetto, anche quella legata al momento in cui farlo. Nelle parole di Virlics (2013):

«In an investment decision, the investor has to decide to make an investment at that moment, when he doesn't have enough knowledge about the future outcome, or to wait to get additional information regarding the unknown future».
(Virlics, 2013, p. 173)

²¹ Per la precisione non citano direttamente Keynes o qualche suo lavoro, anzi criticano in modo esplicito la definizione di VAN proposta da Fisher, ma indirettamente anche da lui. Leggendo il loro libro, però, è evidente come alcuni concetti introdotti nella Teoria Generale vengano da loro ripresi.

²² Akerlof espone questa teoria prendendo come esempio il mercato automobilistico americano, nel quale per "lemons" si fa riferimento a macchine di bassa qualità. A causa della presenza di asimmetria informativa tra venditori (a conoscenza dell'effettiva qualità del prodotto) e acquirenti, chi compra tenderà a spendere una cifra che rispecchi la qualità media del mercato. Per questo motivo, solo i venditori in possesso di prodotti scadenti saranno disposti a vendere, abbassando ulteriormente la qualità media del mercato e, quindi, il prezzo pagato dai consumatori.

In ultima analisi, si può affermare come l'incertezza eserciti una forte influenza sugli investimenti, portando a una loro generale diminuzione. Accompagnata al carattere di irreversibilità, creerà per i manager un ulteriore problema, legato alla scelta tra attuazione e attesa, il che renderà l'investimento assimilabile a un'opzione finanziaria. In assenza di incertezza, invece, verrà eliminato ogni beneficio legato al temporeggiamento e i manager saranno in grado di attuare una mole maggiore di progetti, sicuri delle loro conseguenze. È di fondamentale importanza prendere in considerazione anche questi fattori, in modo da non incappare in una teoria eccessivamente semplicistica, che fallisca nell'obiettivo di proporre un modello concreto e realistico.

Il passaggio alle teorie comportamentali

Anche la *real options theory* di Dixit e Pindyck non prende in considerazione le variabili comportamentali e umane che influenzano l'attività di investimento. Nonostante ciò, riesce a introdurre in modo efficace, senza servirsi di ipotesi ad hoc, il ruolo dell'incertezza. Il suo posizionamento nell'ultimo capitolo della Parte II, infatti, non è casuale. Essa, in un certo senso, funge da ponte tra le teorie analizzate finora e quelle che verranno trattate nella Parte III. Per quanto dia una risposta accettabile al problema dell'incertezza, infatti, il manager è ancora considerato come una macchina, che lavora completamente al servizio dell'impresa. Nella realtà questo non è completamente vero, essendo lui spinto da motivazioni personali, che lo porteranno ad agire, nei limiti possibili, nel suo bene, che non coincide necessariamente con quello dell'impresa. Inoltre, l'investimento sarà influenzato e limitato da variabili (oltre quelle finanziarie già esposte) riguardanti il capitale umano e il contesto in cui si svolge l'attività. La teoria dell'investimento, allora, dovrà essere intesa in modo più ampio, considerando più in generale il problema dell'impresa e di come essa funzioni. Tutte queste considerazioni verranno approfondite e commentate in modo più esaustivo nella prossima sezione del testo.

PARTE III

LE TEORIE COMPORTAMENTALI

9. Un approccio post-keynesiano

I limiti delle teorie tradizionali e il nuovo metodo

Commentando le teorie finora esposte, è sempre emersa la necessità di adottare un metodo diverso, che fosse in grado di implementare argomentazioni psicologiche e comportamentali, che non venivano invece mai prese in considerazione da esse. Un approccio di questo tipo è giustificato dall'esistenza di incertezza e irrazionalità nel mercato e negli agenti che vi operano. Viene quindi scartata l'ipotesi delle aspettative razionali di Muth (1961), che fornivano, secondo i sostenitori delle teorie comportamentali, un'immagine distorta del reale processo cognitivo nascosto dietro le azioni dei decision-maker aziendali (Baddeley, 2003 e Baddeley, 2006). Come già anticipato, le idee che saranno esposte nei prossimi capitoli vengono sviluppate da Keynes (1936), che le introduce senza però riuscirle a inserire praticamente in un modello. Nonostante ciò, verranno riprese successivamente da una nuova letteratura, appunto di matrice post-keynesiana. Essa si fonda sull'idea che il futuro sia incerto e, pertanto, le decisioni e le attività di investimento saranno fortemente influenzate da caratteri soggettivi dei singoli manager (Baddeley, 2003). Non esiste una risposta certa a ogni shock esogeno, bensì questa varierà di caso in caso in base al soggetto che si trovi ad affrontarlo²³. Anche Stiglitz (2011) argomenta come uno dei maggiori problemi delle teorie macroeconomiche risieda proprio in questa volontà di considerare degli agenti rappresentativi e razionali, operanti in dei mercati perfetti, escludendo molti aspetti che dovrebbero invece ricevere una maggiore attenzione e questo «leaves out much, if not most, of what is to be explained» (Stiglitz, 2011, p. 168). Il problema, allora, non starà più nel massimizzare il valore atteso di un certo investimento, il quale in condizioni di incertezza è difficile da calcolare, bensì l'utilità attesa di colui che prende la decisione²⁴. Queste scelte saranno poi influenzate dalle loro emozioni e dalle loro convinzioni, che potrebbero spingere ad adottare anche strategie diverse da quelle ottimali (Virlics, 2013).

La nuova letteratura di riferimento diventerà, allora, quella della *behavioral strategy*, definita da Powell, Lovallo and Fox (2011) in questo modo:

«Behavioral strategy merges cognitive and social psychology with strategic management theory and practice. Behavioral strategy aims to bring realistic assumptions about human cognition, emotions, and social behavior to the strategic management of organizations and, thereby, to enrich strategy theory, empirical research, and real-world practice».
(Powell, Lovallo and Fox, 2011, p. 1371)

Questa scuola di pensiero può essere a sua volta divisa in ulteriori tre sottocategorie:

²³ Questo non vuole ovviamente dire che non possano essere sviluppati degli impianti teorici a riguardo, servendosi solo di analisi ad hoc. Si intende semplicemente sottolineare come la questione sia molto più complessa di come si possa pensare e debba, per i motivi spiegati, incorporare variabili comportamentali in precedenza ignorate. Nei prossimi capitoli verranno analizzati dei modelli basati su queste idee.

²⁴ Emerge anche la questione del problema principale-agente (*infra*, Capitolo 10).

1. *Reductionists*, che analizzano problemi di scelta individuale e come essi siano influenzati da aspetti come quello della razionalità limitata e delle preferenze soggettive.
2. *Pluralists*, che si concentrano sulle decisioni di gruppo e le questioni di conflitto di interessi e *organizational learning*.
3. *Contextualists*, che studiano gli effetti del contesto in cui si opera sulle decisioni aziendali.

Tracce di tutte queste categorie potranno essere trovate nei modelli trattati in questa terza sezione del testo²⁵.

Per tutti questi motivi, cambierà anche l'interpretazione del manager da prendere come riferimento. Egli non sarà più una semplice macchina ottimizzatrice ai servizi dell'impresa, ma sarà spinto da motivazioni personali, le quali non necessariamente coincideranno con quelle dei principali. Casson (2005) definisce l'*entrepreneur*²⁶ come un soggetto con una percezione del rischio soggettiva, dipendente dal suo personale "*degree of optimism*". In base alle informazioni a propria disposizione, infatti, sarà più o meno ottimista riguardo la buona riuscita dei suoi progetti e agirà di conseguenza, in modo da massimizzare la sua personale funzione di utilità. Questa combinazione di ottimismo e self-confidence, precisa Casson, è in realtà leggermente diversa dalla semplice concezione di avversità al rischio. Quest'ultima, infatti, è qualcosa di innato nel singolo individuo, mentre le due caratteristiche da lui descritte possono essere soggette a diverse influenze esterne, dettate dal contesto e dalla situazione in cui ci si trovi ad operare. Per questo motivo, le varie decisioni saranno fortemente dipendenti dall'ambiente e dagli shock esogeni, che spingeranno i manager a fare una certa scelta al posto di un'altra. Fondamentale per questi soggetti è anche la loro reputazione, la cui difesa li spingerà ad agire in modo diverso da come facevano i manager descritti nelle teorie esposte in precedenza. Essi smetteranno allora di essere considerati come dei computer, le cui azioni sono l'equivalente di una risposta predefinita a una serie di comandi, ma verranno visti come delle persone in carne e ossa, mossi, prima di tutto, da moventi personali. Tutti questi concetti, analizzati per ora in modo approssimativo, verranno approfonditi singolarmente nei capitoli successivi.

I prossimi modelli che verranno analizzati faranno proprio questo, cercando nell'analisi comportamentale la risposta al problema dell'investimento.

²⁵ Powell (2011) sottolinea come anche la branca dell'economia nota come *neurostrategy* possa rivelarsi utile in studi di questo tipo. L'utilizzo di pratiche cognitive potrebbe infatti fungere da supporto per testare delle teorie o proporre nuovi spunti.

²⁶ L'utilizzo di questo termine rende necessaria una precisazione, che verrà fatta più avanti (*infra*, Capitolo 12).

10. Il conflitto principale-agente

Cause e conseguenze sulla teoria dell'investimento

Berle e Means, già nel 1932, notano la nascente tendenza della proprietà delle imprese a disintegrarsi, dando vita a società molto diverse da quelle che avevano caratterizzato la storia economica nei secoli precedenti. Le ricchezze di diversi individui vengono concentrate in un'unica organizzazione produttiva e dedicate a uno scopo comune. La nascita di queste *public companies* è accompagnata dalla naturale scissione fra proprietà e controllo, dovuta dall'impossibilità dei singoli piccoli azionisti di esercitare un potere sull'impresa. Nasce, di conseguenza, una relazione di agenzia tra questi soggetti, definita da Ross (1973) come:

«[something that] has arisen between two (or more) parties when one, designated as the agent, acts for, on behalf of, or as representative of the other, designated the principal, in a particular domain of decision problems».

(Ross, 1973, p. 134)

Si tratta semplicemente di un rapporto, spesso ufficializzato attraverso un contratto, tra due soggetti, nel quale uno agirà per conto dell'altro. Il cosiddetto problema di agenzia si evidenzia nel caso tra i due partecipanti all'accordo esista una condizione di asimmetria informativa a favore dell'agente e che gli permetta di prendere decisioni non necessariamente nel migliore interesse del principale. Dalla separazione tra questi due soggetti, infatti, consegue una corrispondente divergenza anche tra le loro funzioni di utilità, facendo emergere la possibilità di un comportamento discrezionale da parte del manager e, quindi, di un conflitto con la proprietà (Berle and Means, 1932). A esacerbare questo problema, si aggiunge il fatto che, spesso, nel caso di società ad azionariato diffuso, nessuno dei proprietari avrà incentivi a monitorare i manager (Fama, 1980), spinti dalla convinzione che sarà qualun'altro a farlo per loro (classico problema di free-riding). Ovviamente, in imprese di piccolissime dimensioni, in cui proprietà e management coincidono, questo problema non sussisterà. Nonostante ciò, questo è un caso piuttosto raro o che fa riferimento a imprese così piccole da giustificare una loro esclusione dall'analisi. Anche in situazioni in cui vi sia un azionista maggioritario o l'impresa sia in mano a uno o pochi soggetti, non è detto che essi siano in possesso delle stesse informazioni dell'agente, il quale, operando in prima persona nell'impresa, avrà a disposizione dei canali informativi preferenziali. Un'ulteriore fonte del problema risiede nella razionalità limitata dei soggetti operanti nei mercati, i quali non saranno in grado di stipulare dei contratti completi, che riescano a prevedere qualsiasi possibile scenario ed eliminare il problema dell'opportunismo (Aghion and Bolton, 1992). Dal punto di vista dei manager, invece, lo scostamento delle loro attività dalle richieste della proprietà potrebbe essere giustificato dai benefici personali che questo porterebbe loro. Uno dei loro principali interessi è mantenere una buona reputazione, a causa della sua stretta relazione con gli stipendi da loro percepiti. Un manager molto bravo, naturalmente, sarà pagato di più di uno meno abile, a causa dei migliori risultati che sarà in grado di portare all'impresa. Secondo Fama

(1980), la semplice presenza di un mercato per i manager spingerà tutti gli operatori ad agire nel modo migliore per le loro imprese, in modo da migliorare la loro reputazione e assicurarsi stipendi futuri più alti. Sfortunatamente, non è detto che la questione sia di così semplice risoluzione. Secondo Narayan (1985), questa situazione porterà i manager a perseguire obiettivi di breve periodo o che, comunque, non coincidono necessariamente con ciò che sarebbe meglio per l'impresa. Allo scopo di diffondere informazioni positive sulle loro abilità, infatti, tenderanno a perseguire obiettivi diversi rispetto a quello della crescita dell'impresa nel lungo periodo, ricercando risultati positivi nell'immediato, i quali possano aumentare il loro stipendio nel più breve tempo possibile. Questa situazione sarà meno accentuata nel caso i manager abbiano una maggiore esperienza (il mercato sarà già a conoscenza delle loro abilità e non vi sarà bisogno di attuare strategie di questo tipo) o nel caso essi abbiano contratti molto lunghi (essendo il rinnovo più lontano nel tempo, vi sarà meno fretta di aumentare in positivo la percezione riguardo la loro competenza manageriale).

La questione del problema principale-agente è, ovviamente, molto più articolata di come è stata qui presentata, ma una sua analisi approfondita richiederebbe troppo spazio. Ai fini di una sua incorporazione in una teoria dell'investimento, però, basta sottolineare, come è stato fatto, come questo problema possa spingere i manager a operare in modo diverso da come ci si attenderebbe nel caso il loro obiettivo fosse esclusivamente quello di fare il bene dell'impresa. Questo conflitto può essere più o meno accentuato a causa di diversi motivi e può essere, eventualmente, controllato in diversi modi. Di nuovo, però, analizzare queste eventualità porterebbe solo fuori tema. Dopo la discussione di ulteriori fonti di influenza sull'attività di investimento, nei prossimi capitoli verranno esposti alcuni modelli che descrivono come l'esistenza del conflitto principale-agente possa portare a situazioni, rispettivamente, di overinvestment, underinvestment, herd behavior o possa spingere i manager a limitarsi al raggiungimento degli obiettivi predisposti dalla proprietà²⁷.

²⁷ Stein (2003) analizza in modo molto chiaro e sintetico tutte queste situazioni (ad esclusione di quella dei goals come punti di riferimento). Verranno comunque analizzate tutte singolarmente negli ultimi capitoli.

11. L'influenza del contesto di riferimento e del capitale umano

Il contesto di riferimento

Le scelte di investimento delle imprese sono influenzate, tra le altre cose, dal contesto in cui ci si trova a effettuarle. È stato già sottolineato come un investimento non vada considerato come un processo automatico e indipendente, ma sia condizionato da diversi fattori. I capitoli precedenti si sono concentrati su variabili soggettive e su come le caratteristiche psicologiche dei singoli manager possano avere un'influenza sull'attività di investimento. Adesso, invece, l'analisi si sposterà sull'ambiente in cui questi manager si trovano ad operare e su come esso sia in grado di indirizzare lo sviluppo di un'impresa. Mintzberg (1990), in accordo con queste idee, porta avanti una critica alla *design school*, scuola di pensiero che vede la formazione di una strategia come un processo semplice e controllato, completamente indipendente da variabili esogene di qualsiasi tipo. Dopo aver riassunto in pochi punti le premesse di questa corrente, Mintzberg prosegue con una critica abbastanza forte, affermando come queste finiscano per limitare la validità del loro modello, rendendolo applicabile solamente «in its own niche» (Mintzberg, 1990, p. 180) e non nella generalità dei casi. In realtà, le decisioni aziendali sono fortemente dipendenti sia dal contesto esterno, che imporrà problematiche e opportunità non sempre prevedibili, che dal passato e la struttura dell'impresa, variabili invece di carattere interno. Le strategie non potranno essere analizzate in modo indipendente da questi fattori, bensì vi sarà bisogno di uno studio integrato, che li prenda tutti in considerazione:

«structure follows strategy as the left foot follows the right in walking. [...] None takes precedence».
(Mintzberg, 1990, p. 183)

La *design school*, al contrario, assume un'economia priva di incertezza, in cui sia possibile, a priori e senza prendere in considerazione le influenze interne ed esterne a un'impresa, definire le strategie aziendali. Alle stesse conclusioni erano arrivati pochi anni prima Mintzberg and McHugh (1985), analizzando l'evoluzione strategica di una particolare impresa e dimostrando come essa, col passare del tempo, fosse sempre stata fortemente condizionata dagli eventi ad essa esterni e dalla struttura organizzativa che di volta in volta si era andata formando. Lo stesso fa Zanetti (1977), il cui studio di alcune delle maggiori imprese italiane in un particolare lasso di tempo lo porta a concludere come le loro azioni fossero dipese in gran parte dal contesto ambientale e organizzativo in cui si erano trovate a operare.

Le fonti di influenza sulle decisioni e lo sviluppo aziendale vengono classificate da Amburgey and Miner (1992) in tre categorie:

1. *Repetitive momentum*, dovuto alle routine e le conoscenze presenti all'interno dell'impresa.
2. *Positional momentum*, creato dalla situazione competitiva e il posizionamento dell'impresa.
3. *Contextual momentum*, causa della struttura organizzativa e la cultura aziendale.

Ognuna di esse renderà percorribili alcune strade al posto di altre, indirizzando di conseguenza le decisioni aziendali. La questione del *repetitive momentum*, delle routine e delle conoscenze aziendali merita particolare attenzione e verrà analizzata singolarmente in seguito.

Per quanto riguarda il *positional momentum*, March (1988) evidenzia come le prestazioni di un'impresa possano avere una forte influenza sulle scelte dei manager. Nel caso i risultati siano positivi, infatti, si tenderà a portare avanti progetti meno rischiosi, mentre il contrario succederà in caso di risultati economici non soddisfacenti, che spingeranno alla presa di maggiori rischi, motivati dalla fretta di risollevarne le sorti dell'impresa il prima possibile. Cosa si intenda per soddisfacente, inoltre, è anche soggetto a variazioni nel tempo, sempre in base a eventi e situazioni non controllabili. Secondo Stein (1988), infatti, questo potrebbe essere anche dovuto al tipo di proprietari al comando, i quali, a causa del solito problema di asimmetria informativa, non è detto siano capaci di distinguere quando una certa azione sia nel migliore interesse dell'impresa nel lungo periodo. Se essi si rivelassero impazienti, allora, la necessità di raggiungere buoni risultati in breve tempo forzerebbe i manager ad attuare progetti che altrimenti non sarebbero stati considerati. Anche la tipologia di principali potrà allora modificare le aspettative in termini di profittabilità, influenzando le conseguenti scelte di investimento.

Il *contextual momentum*, infine, si riferisce a come la struttura di un'impresa ne indirizzi la crescita. I processi decisionali seguiranno una sequenza di azioni già definite, che porteranno alla considerazione di alcune informazioni, a discapito di altre (Burgelman, 1983; Thomas and McDaniel, 1990 e Amburgey and Miner, 1992):

«information from an environment that top managers attend to and the meaning they attach to that information are, in part, functions of frameworks embodied in organization-level contextual factors. These frameworks, or “modes of interpretation” [...], affect which situations and events managers will attend to, which they will ignore, and which they will see as having a strategic impact on their organization» (Thomas and McDaniel, 1990, p. 287)

orientando, un'altra volta, le decisioni verso una specifica direzione.

Tornando di nuovo a un'analisi maggiormente comportamentale, Staw (1976) evidenzia come anche le decisioni prese in passato possano avere un effetto di questo tipo su quelle presenti. Nel caso un manager abbia portato avanti un investimento fallimentare, infatti, egli potrebbe decidere di impuntarsi su di esso, rifiutandosi di fare un passo indietro. Un comportamento di questo tipo è sempre legato a motivazioni reputazionali. Da un lato, infatti, il manager vorrà trasmettere all'esterno un'impressione di razionalità, non cambiando i propri piani alle prime difficoltà e dall'altro, convinto della sua decisione, spererà sempre che la situazione cambi, dandogli ragione nel lungo periodo.

Riassumendo, nello studio di una teoria dell'investimento non bisogna compiere l'errore di dimenticarsi

che i manager, essendo persone e non macchine, saranno sempre condizionati dal contesto che li circonda, sia in termini esogeni (e quindi di mercato e concorrenza), che endogeni (struttura dell'impresa, routine e conoscenze). Manca adesso da trattare la questione del capitale umano e della conoscenza e di come anche essi svolgano un ruolo fondamentale nella crescita, e quindi negli investimenti, di un'impresa.

Capitale umano e conoscenza

Cyert and March (1963) definiscono un'organizzazione come una coalizione di soggetti, con ordini di preferenze diversi tra loro. Questa frammentazione interna potrà portare a dei conflitti, che saranno risolti attraverso una serie di pagamenti, finalizzati a comprarsi il consenso di tutti i partecipanti. La differenza tra le spese necessarie a far funzionare l'organizzazione e quelle che sarebbero sufficienti in assenza di conflitti viene definita *organizational slack*. Già dai primi capitoli del loro testo, è evidente la grande importanza che Cyert e March decidono di associare alle risorse umane di un'impresa, in questo specifico caso fonte di conflitti interni. Evidenziano anche come sia proprio questa coalizione di operatori a costituire la memoria dell'organizzazione. Viene infatti anticipato il concetto di routine, che verrà poi ripreso da Nelson and Winter (1982). Per routine si intende il risultato dell'immagazzinamento delle specifiche competenze operative di un'organizzazione, le quali riflettono i saperi degli individui che la costituiscono. Appartengono all'impresa nella sua totalità e non sono la semplice somma delle conoscenze degli individui che ne fanno parte. Quello che un'impresa potrà fare, allora, dipenderà dalla struttura delle sue routine (cioè dalle conoscenze da essa possedute), che si modificheranno in base all'ambiente. Il suo sviluppo diventerà fortemente dipendente dalle competenze in essa presenti, delineando un percorso di crescita *path-dependent*. Nelle parole di Arrighetti e Traù (2013):

«le imprese *non sono tutte uguali*; [...] ciò che le differenzia è una diversa dotazione di competenze “immagazzinate” al loro interno. [...] Questa dotazione non è esogena, ma è il risultato di un *processo* [...] di accumulazione di conoscenze di tipo *path-dependent*, che fa sì che le differenze possano *persistere* – ed eventualmente ampliarsi nel tempo – in ragione di un continuo accrescimento dello specifico *know-how* di ciascuna impresa». (Arrighetti e Traù, 2013, p. 67)

Ogni impresa sarà allora diversa dall'altra e questa diversità, dovuta alle loro risorse umane e il loro bagaglio di conoscenze, definirà percorsi di crescita, e dunque opportunità di investimento, differenti di caso in caso.

Quello delle risorse manageriali, per questi motivi, diventerà un altro fattore di fondamentale importanza nella crescita dell'impresa. Essa, difatti, sarà soggetta a un ulteriore tipo di ostacolo (oltre quello finanziario esposto nel Capitolo 7), dovuto alla loro disponibilità (Penrose, 1959). Non basterà la volontà di crescere per riuscire a farlo, ma questa dovrà essere accompagnata da un'accumulazione di risorse manageriali, che permettano di risolvere le maggiori difficoltà derivanti dall'aumento delle dimensioni. Non esisterà, infatti,

una dimensione massima, sopra la quale l'impresa smetterà di operare in modo efficiente, ma l'importante sarà fare in modo di essere in grado di gestire il conseguente cambiamento. La crescita non porta a una semplice proiezione radiale in scala amplificata dell'impresa, la quale, al contrario, cambia crescendo. Citando Penrose (1959):

«there is no reason to assume that as the large firms grow larger and larger they will become inefficient; it is much more likely that their organization will become so different that we must look on them differently; we cannot define a caterpillar and then use the same definition for a butterfly».

(Penrose, 1989 [1959], p. 19)

In più, non basterà acquistare nuove risorse manageriali sul mercato per eliminare questo limite. Per permettere una crescita efficiente, vi sarà infatti bisogno che i nuovi individui maturino un'esperienza di lavoro comune (le risorse manageriali sono un fattore *firm-specific* e vi sarà bisogno che i dipendenti si integrino nel nuovo contesto lavorativo per operare al meglio). Questo limite all'espansione varrà allora nel breve periodo, rendendo questo fenomeno discontinuo e diverso da impresa a impresa²⁸.

Tutti questi fattori, assimilabili alla situazione di *repetitive momentum*, avranno un grande peso sulla crescita di un'impresa. Considerandola come una coalizione di soggetti e conoscenze, il suo sviluppo assumerà necessariamente un carattere di tipo *path-dependent*, influenzato, e in un certo senso limitato, da un processo di *learning*, il quale dipenderà fortemente dalla sua storia e dalla sua evoluzione. Essendo il tema della crescita fortemente legato a quello degli investimenti, avrà anche conseguenze su questo tipo di attività²⁹. Un'impresa non potrà portare avanti qualsiasi progetto, ma, per riuscirci, avrà bisogno di fornirsi delle risorse e delle conoscenze necessarie e, ovviamente, la possibilità di farlo sarà subordinata a quelle già presenti al suo interno. Nuovamente, si esce dall'ottica dell'investimento come un'attività la cui attuazione sia subordinata solamente al possesso delle risorse finanziarie disponibili. Va sempre tenuto in considerazione come le sue possibilità saranno influenzate da una serie di variabili, interne ed esterne all'impresa, che ne limiteranno il range decisionale. Avendo a mente ciò, si passerà ora a esporre dei nuovi modelli, i quali, come anticipato, sposteranno l'analisi su un terreno più esplicitamente comportamentale.

²⁸ Per un approfondimento su tutta la questione del vincolo di Penrose e delle risorse manageriali si veda Traù (2016).

²⁹ Anche Penrose afferma come: «There surely can be little doubt that the rate and direction of the growth of a firm depend on the extent to which it is alert to act upon opportunities for profitable investment» (Penrose, 1980 [1959], p. 30).

12. Le teorie di overinvestment

Manager come empire-builders

Secondo queste teorie, i manager tenderanno a investire il più possibile, a prescindere dalle effettive necessità dell'impresa, spinti sia da motivazioni reputazionali che psicologiche. Da un lato, infatti, i manager di imprese più grandi godranno di maggiore visibilità e potere decisionale (Stulz, 1990) e avranno l'opportunità di controllare più risorse, da cui potrebbero conseguire stipendi e bonus maggiori (Jensen, 1986). Questo porterà a un problema di agenzia, dovuto ai superiori incentivi degli agenti rispetto ai principali nel far crescere l'impresa, anche al di sopra degli obiettivi della proprietà. Dall'altro, invece, vi sarà una naturale inclinazione dei manager all'investimento eccessivo, legata alla loro natura umana e a quell'"*animal spirit*" di memoria keynesiana, che li spingerà sempre a investire, incuranti dei problemi dovuti all'incertezza e positivi rispetto alla buona riuscita dei loro progetti. I manager diventeranno allora degli *empire-builders*, il cui principale obiettivo sarà la crescita dimensionale della loro impresa, ottenibile attraverso alti investimenti.

Un fattore determinante sarà, pertanto, l'elevato grado di *overconfidence* di questi manager, che li spingerà a portare avanti un numero troppo alto di investimenti, alcuni dei quali risulteranno invece fallimentari e sarebbe stato meglio mettere da parte. Questo smisurato ottimismo è dovuto sia dalla loro sicurezza riguardo le proprie abilità decisionali, che dalla sopravvalutazione del potenziale dell'impresa in cui operano (Singh, 2020). L'eccessiva generosità nella valutazione delle proprie capacità, in particolare, scaturisce dalla tendenza degli individui a considerarsi "sopra la media" nelle mansioni che sentono di padroneggiare al meglio, come ad esempio il lavoro in cui sono specializzati (Kruger, 1999 e Malmendier and Tate, 2005). La difficoltà nel confrontarsi con altre persone porterà a concentrarsi più sull'"io" che sui concorrenti, convincendosi sempre di più delle proprie conoscenze e della propria superiorità. In mancanza di precisi punti di riferimento, infatti, una persona specializzata in una certa attività finirà per confrontarsi subconsciamente con un individuo medio, diventando sempre più sicuro della sua migliore preparazione rispetto alla massa. In questo modo, tutti i manager si considereranno superiori alla media, creando un generale effetto di overinvestment sul mercato³⁰. Nel caso aziendale, l'effetto sarà anche aumentato dalla propensione dei più importanti decision-maker ad accostarsi, in mancanza di un confronto diretto, a individui a loro subordinati, spesso in possesso di minore esperienza e competenze. A tutte queste considerazioni, si aggiungerà la predisposizione delle persone a considerarsi direttamente responsabili dei loro successi e ad attribuire, al contrario, i fallimenti a forze esterne, al di fuori del proprio controllo. Vi sarà quindi una correlazione positiva tra comportamento e outcome in caso di risultati positivi e negativa in quello opposto (Miller and Ross, 1975). Riassumendo, nelle parole di Singh (2020):

³⁰ Naturalmente, questo non è un modo efficiente di valutare le proprie abilità, in quanto non potranno tutti i manager essere sopra la media. Per questo si arriverà a un investimento eccessivo, dovuto all'erronea considerazione di questi soggetti delle loro reali conoscenze, che li spingerà a optare per investimenti troppo rischiosi, che sarebbe stato meglio evitare (Kruger, 1999 e Singh, 2020).

«there is a common trait among the majority of entrepreneurs³¹ – they are gamblers [...] who might have traits of narcissism» (Singh, 2020, p. 31)

e da questo stesso narcisismo nascerà il problema di overinvestment.

Il ruolo del free cash flow

Su queste premesse, Marris (1964) sviluppa un modello di comportamento dell'impresa in opposizione alla logica marginalista, in cui l'obiettivo primo del management sarà quello di massimizzare la propria funzione di utilità, definita come:

$$U_m = f(G_d)s \quad (24)$$

dove U_m è l'utilità del manager, G_d la crescita della domanda e s un parametro che rappresenta il grado di sicurezza della posizione rivestita nell'azienda. L'obiettivo sarà, quindi, quello di massimizzare le dimensioni dell'impresa, da cui conseguono remunerazioni e prestigio maggiori, mantenendo, però, il rapporto tra valore di mercato e valore contabile dell'impresa sempre al di sopra di una certa soglia, in modo da evitare takeover ostili, che potrebbero costare al manager il posto di lavoro. Secondo Marris, il principale driver della crescita dimensionale per un'impresa sarà la diversificazione e l'unione dei costi monetari e delle risorse manageriali necessari a portare avanti un processo di questo genere renderanno, oltre un certo livello, i profitti decrescenti. Da ciò deriverà una contrazione degli utili distribuiti nell'impresa e, quindi, una diminuzione del suo valore di mercato. Escludendo l'emissione di nuove azioni (andrebbe a modificare l'assetto proprietario) e l'indebitamento (ne risentirebbero comunque i profitti), quella dell'autofinanziamento rimarrà l'unica strada percorribile, rendendo, pertanto, lo sviluppo dimensionale dell'impresa vincolato da questo aspetto finanziario. Bisognerà, di conseguenza, ricercare una crescita bilanciata, che riesca a uguagliare il tasso di crescita della domanda (G_d) con quello dell'offerta di capitale (G_c), in modo da gestire al meglio questo trade-off:

$$G^* = G_c = G_d \quad (25)$$

Graficamente, il sentiero di espansione ottimale dell'impresa sarà definito dalle diverse intercette tra queste

³¹ Per *entrepreneur*, nel caso in questione, non si fa riferimento a un soggetto proprietario dell'impresa, che non ha bisogno di relazionarsi con nessuno, bensì a un individuo esterno, il quale non decide da solo e deve rendere conto alla proprietà. Questo «sottrae ogni spazio al ruolo dell'*entrepreneur* che decide individualmente, sancendo il passaggio a un sistema produttivo dove tutto è sottoposto a una logica procedurale, e l'attività di impresa è spinta avanti da leggi immanenti che rendono l'esercizio dell'"arbitrio" imprenditoriale semplicemente impensabile» (Paolazzi, Sylos Labini e Traù, 2016, p. 44). Da ciò scaturiscono i problemi legati al conflitto principale-agente già citati in precedenza.

due funzioni:

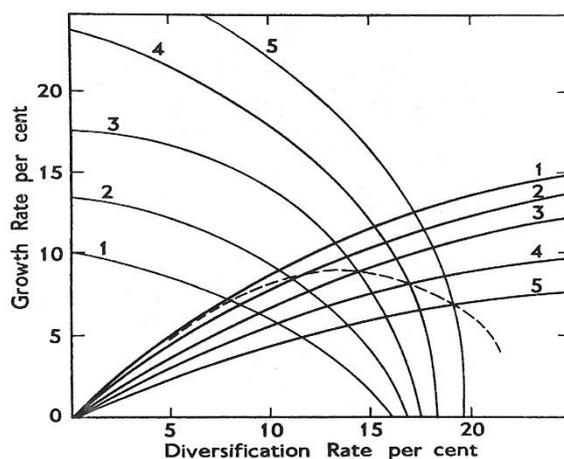


Figura 7: Crescita bilanciata di Marris - Fonte: Marris (1964)

Dall'analisi di Marris, emerge come i profitti fungano, in questo contesto, da vincolo alla crescita dell'impresa. I manager non avranno la possibilità di perseguire un'espansione massima, ma dovranno confrontarsi con il bisogno di raggiungere dei livelli soddisfacenti anche in altri campi, richiedenti l'utilizzo (in questo caso la distribuzione sotto forma di dividendi) di parte dei profitti aziendali. Oltre un certo livello, i manager avranno la possibilità di continuare a investire solamente in caso siano presenti delle risorse in eccesso, che permettano di attuare questa strategia senza dover rinunciare alla loro sicurezza lavorativa. In accordo con questa tesi, Jensen (1986), Stulz (1990) e Richardson (2006) precisano come, in realtà, situazioni di overinvestment si verifichino solo in presenza di *free cash flow*, definiti come flussi di cassa in eccesso a quelli necessari per finanziare tutte le attività di investimento profittevoli. Solo in questo caso, allora, i manager avranno la possibilità investire questo capitale aggiuntivo, piuttosto che distribuirlo agli shareholders, in modo da godere dei vantaggi sopracitati. Inoltre, secondo Malmendier and Tate (2015), nel caso di società per azioni, la riluttanza degli *overconfident* manager a finanziare nuovi progetti attraverso una emissione di titoli azionari sarà dovuta anche alla loro convinzione che i titoli della propria società siano sempre quotati a un prezzo troppo basso.

Per evitare che un manager porti avanti investimenti potenzialmente dannosi, allora, il principale dovrà fare in modo che le attività siano finanziate, almeno in parte, da debito, il quale, costringendo al pagamento di una parte del *free cash flow*, ne ridurrebbe la percentuale a libera disposizione dei manager (Jensen, 1986; Stulz, 1990 e Richardson, 2006). L'utilizzo di incentivi contrattuali, al contrario, non sarà in grado di ridurre il problema, in quanto, essendo già per loro natura ottimisti riguardo il successo dei loro progetti, i manager non avranno bisogno di altri motivi che li spingano a performare al meglio, ma saranno già convinti di farlo da soli. Piuttosto, un più attento monitoraggio interno sulle loro azioni potrebbe fare in modo che vengano scartati

quegli investimenti aggiuntivi e dai non sicuri risultati, che sarebbero altrimenti scelti (Malmendier and Tate, 2005 e Richardson, 2006).

È vero che queste valutazioni, come nel caso delle teorie finanziarie dell'investimento, facendo esplicito riferimento al mercato azionario, finiscono per considerare unicamente imprese che ne fanno parte, escludendo quindi dal ragionamento una fetta non irrilevante di economia. Nonostante ciò, fondandosi queste teorie su argomentazioni prettamente comportamentali, questo limite potrà stavolta essere facilmente superato³². Anche in società che si finanzino esclusivamente con l'utilizzo di fonti interne e debito, infatti, i manager saranno portati a investire le eventuali disponibilità finanziarie eccedenti, provando, forti della condizione di asimmetria informativa a loro favore, a convincere la proprietà che le loro azioni siano mirate al bene dell'impresa. Un proprietario che non eserciti un adeguato monitoraggio potrebbe allora fidarsi delle parole del manager, rinunciando a riscuotere anticipatamente gli utili aziendali, in cambio di prospettive di guadagno future migliori.

Questo modello potrebbe dare nuova forza alle teorie finanziarie analizzate nel Capitolo 7, eliminando le loro maggiori fonti di problemi e giungendo, attraverso ragionamenti differenti, alle stesse conclusioni: la disponibilità di risorse interne favorirà le attività di investimento. Di nuovo, però, e questo varrà anche per i successivi modelli, non basterà la disponibilità di fondi a permettere a un'impresa di investire (o quanto meno di farlo in modo efficiente). Vi sarà sempre bisogno di una programmazione, che permetta di reperire le conoscenze e le risorse necessarie per fare in modo che queste attività si rivelino profittevoli³³.

³² Il perché di certe conseguenze è da ricercare in fattori non tecnici, che non limitano lo studio all'analisi del mercato, ma lo allargano verso terreni prima non battuti, i quali permetteranno di non incorrere negli stessi limiti delle teorie finanziarie tradizionali.

³³ Almeno potenzialmente. In ogni caso, ovviamente, non si avrà mai la certezza che tutto vada come previsto, ma bisognerà comunque fare in modo che le possibilità che questo succeda aumentino il più possibile.

13. Le teorie di underinvestment

La ricerca della quiet life

Alle teorie di overinvestment si frappongono quelle di underinvestment, fondate anche esse sugli effetti del conflitto principale-agente sugli investimenti aziendali, ma le quali giungono a conclusioni diametralmente opposte. L'idea di base è che l'insieme di risorse che definisce la natura di un'impresa non la vincolerà a un predeterminato sviluppo, ma questo dipenderà, tra le altre cose, dall'effettiva motivazione a crescere. Per questo motivo, i manager, spinti da interessi personali, non risponderanno in modo meccanico agli impulsi del mercato sfruttando ogni possibilità di investimento, ma preferiranno godersi una *quiet life*, evitando di portare avanti progetti e attività rischiose, da cui potrebbero scaturire potenzialmente diversi problemi. Secondo questa letteratura, infatti, essi non otterranno, come affermato nelle teorie di overinvestment, dei vantaggi dalla crescita dimensionale dell'impresa in cui operano, bensì preferiranno evitare il più possibile di prendere decisioni non necessarie, che richiederebbero solo un maggiore lavoro e il cui esito sarebbe in ogni caso incerto. Questo varrà sia per quanto riguarda l'attivazione di nuovi progetti, che per la chiusura di quelli già in corso, azioni che in ogni caso richiederebbero «to undertake cognitive difficult activities» (Bertrand and Mullainathan, 2003, p. 1067). I limiti alla crescita di un'impresa non saranno posti, allora, dagli effetti delle diseconomie di larga scala³⁴, bensì da motivazioni psicologiche dei manager, i quali preferiranno godersi una vita tranquilla, evitando rischi che potrebbero costare loro, nel peggiore dei casi, la perdita del lavoro. A questo, si aggiungeranno anche motivazioni sociologiche, che spingeranno i decision-maker a non adottare pratiche sleali, anche se potrebbero contribuire all'espansione della loro impresa. Saranno quindi l'assenza di motivazione, legata alle possibilità di fallimento, e i principi etici dei manager a costituire il vero limite alla crescita dimensionale di un'impresa (Sargent Florence, 1964). Situazioni di questo tipo, inoltre, saranno maggiormente evidenti in caso la concorrenza sul mercato e il monitoraggio interno sul management siano relativamente deboli (Bertrand and Mullainathan, 2003 e Ikeda, Inoue and Watanabe, 2018), permettendo loro di agire in questo modo, senza forti ripercussioni sulla propria reputazione³⁵ o sul posizionamento competitivo dell'impresa. Questa idea era già stata anticipata molti anni prima da Hicks (1935), il quale aveva sottolineato come in una situazione di monopolio, in cui l'impresa non fosse quindi soggetta a forti pressioni concorrenziali, i manager preferissero non sforzarsi eccessivamente per massimizzare i profitti, ma si accontentassero di raggiungere risultati più modesti, i quali richiedevano un minore impegno. Scriveva infatti:

«The best of all monopoly profits is a quiet life».

(Hicks, 1935, p. 8)

³⁴ Come viene invece fatto credere nei corsi base di economia.

³⁵ Al contrario, investire il meno possibile sarebbe un modo di ridurre le possibilità di fallimento, rendendo quindi più stabile la reputazione e la conseguente remunerazione (Holmström, 1999).

Si uniranno quindi motivazioni di mercato ad altre di *career concerns*. Da un lato, infatti, i manager non avranno necessità, nei casi elencati, di portare avanti troppi investimenti e dall'altro, interessati agli effetti delle loro azioni sulla percezione esterna delle proprie competenze, preferiranno evitare, nei limiti delle loro possibilità, nuovi progetti, anche se l'impresa potrebbe beneficiare di una loro attivazione.

Come nel caso di *overinvestment*, un più attento controllo interno potrebbe aiutare a ridurre gli effetti negativi conseguenti a questo tipo di atteggiamento. A questo, stavolta, si aggiungerà pure l'utilizzo di incentivi contrattuali, i quali, legando la remunerazione dei manager ai risultati dell'impresa, potrebbero spingerli ad abbandonare, almeno in parte, la loro strategia, decidendo di investire di più (Ikeda, Inoue and Watanabe, 2018). L'utilizzo di queste modalità contrattuali, ovviamente, non potrà risolvere completamente questa situazione, data la razionalità limitata degli agenti operanti sul mercato, che non permetterà di stipulare accordi perfetti sotto questo punto di vista. Allo stesso modo, nemmeno un maggiore monitoraggio interno permetterà di raggiungere questo obiettivo, data l'impossibilità di eliminare interamente la condizione di asimmetria informativa tra principale e agente³⁶.

Aggarwal and Samwick (2006) propongono una semplice formula, valevole sia per le teorie di *overinvestment* che per quelle di *underinvestment*, definendo l'investimento come:

$$I^* = m + \frac{B}{\alpha} m \quad (26)$$

dove m sta il livello di investimento ottimale teorico, B per i benefici che i manager riceveranno da un maggiore investimento e α per gli incentivi o i controlli utilizzati per gestire queste situazioni. In caso di *overconfident* manager, si avrà $B > 0$ e l'investimento supererà il livello ottimale, mentre, nella situazione opposta, con $B < 0$, l'investimento scenderà al di sotto del suo ottimo teorico. La posizione al denominatore di α evidenzia come maggiori controlli o, nel caso di *underinvestment*, incentivi contrattuali saranno in grado di ridurre questi scostamenti dal livello ottimale teorico, causati dall'opportunismo degli stessi manager. Aggarwal e Samwick continuano poi il loro studio attraverso un'analisi empirica di dati, trovando maggiore supporto per le teorie di *underinvestment*.

Nonostante la loro specularità, non è detto che i modelli di *overinvestment* e *underinvestment* si escludano l'uno con l'altro. Al contrario, essi potranno coesistere in un mondo, come è stato sottolineato più volte, caratterizzato da forte incertezza e nel quale i fattori umani dei singoli individui eserciteranno una forte influenza. La contemporanea esistenza di questi due tipi di manager renderà necessario differenziare, di volta in volta, l'analisi in base all'impresa considerata, sapendo di poterla comunque sempre inserire,

³⁶ La questione, di nuovo, è molto più complessa e richiederebbe un approfondimento dettagliato del conflitto principale-agente, impossibile da svolgere in questo contesto.

dipendentemente alle decisioni del proprio management, all'interno di una delle due categorie. I manager più esperti, sicuri delle loro competenze, tenderanno a investire più del necessario, con l'obiettivo di migliorare ulteriormente la loro reputazione, mentre quelli alle prime armi preferiranno fare il contrario, preoccupati per le possibili ripercussioni negative che un fallimento potrebbe avere sulla loro carriera. Questa classificazione sarà poi anche fortemente influenzata dall'ambiente di riferimento: sarà più probabile rilevare attività di underinvestment in mercati meno competitivi o in aziende con una proprietà meno esigente, mentre manager tendenti all'overinvestment saranno più caratteristici di mercati con una forte competizione o in cui i manager di grandi imprese godano di stipendi e reputazioni molto maggiori alla media.

Infine, aver introdotto il tema dei *career concerns* si rivelerà anche utile per poter analizzare meglio, nel prossimo capitolo, la questione dell'herd behavior.

14. Career concerns ed herd behavior

La tendenza a seguire la massa

Come spiegato nei precedenti capitoli, uno dei principali moventi delle decisioni aziendali saranno i *career concerns* dei singoli manager che si trovino ad affrontarle. Le conseguenze delle loro scelte, infatti, eserciteranno una forte influenza sulla propria reputazione, strettamente correlata alla remunerazione percepita. Un manager più abile e in grado di creare maggiore valore per la sua impresa riceverà sicuramente uno stipendio più alto rispetto a un secondo, considerato in possesso di minori competenze e di una reputazione peggiore. Per questo motivo, mantenere una buona immagine di sé all'esterno risulterà fondamentale, in modo da assicurarsi contratti più remunerativi e in imprese più importanti. Tutto ciò spingerà allora i manager ad agire in modo diverso da come avrebbero fatto in assenza di queste condizioni, preferendo, nella maggior parte dei casi, di evitare di prendere decisioni rischiose e controcorrente rispetto alla massa, emulando piuttosto le azioni di altri manager. Si creerà, di conseguenza, una situazione di *herding*, in cui i manager tenderanno a “seguire il gregge” piuttosto che prendere decisioni in base alle loro informazioni personali. Questa circostanza sarà dovuta, tra le altre cose, dal maggiore effetto sulla reputazione (in valore assoluto) generato da un investimento fallito rispetto a uno ben riuscito.

Anche la questione dell'herd behavior, così come altre analizzate in questa sezione del testo, era stata in realtà introdotta, molti anni prima dell'emergere di teorie più precise, da Keynes (1936), il quale, parlando di un generico long-term investor, scriveva:

«For it is in the essence of his behaviour that he should be eccentric, unconventional and rash in the eyes of the average opinion. If he is successful, that will only confirm the general belief in his rashness; and if in the short run he is unsuccessful, which is very likely, he will not receive much mercy. Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally».

(Keynes, 1936, pp. 157-158)

Gli svantaggi derivanti da un errore, allora, saranno maggiori dei benefici legati a una scelta azzeccata, in quanto la buona riuscita degli investimenti di un manager sarà considerata come qualcosa di quasi scontato. Queste stesse parole di Keynes verranno poi riprese da Scharfstein and Stein (1990), due tra i più importanti sostenitori delle teorie di herd behavior. Essi, difatti, sono riusciti ad approfondire questo semplice spunto, producendo uno studio più dettagliato e precisando meglio le motivazioni che porteranno a tali circostanze. Viene considerato un mercato in cui i manager possono essere etichettati come “intelligenti” o “stupidi” in base ai risultati delle loro decisioni di investimento e in cui si ipotizza che tutti quelli intelligenti ricevano lo stesso set di informazioni. Il loro inserimento in una delle due categorie dipenderà, oltre che dai risultati in termini assoluti, anche dalla congruenza delle scelte con i progetti selezionati dai manager delle altre imprese. Nel caso un investimento risultasse fallimentare, infatti, l'errore verrà perdonato se compiuto anche da diversi

altri manager, in quanto si riterrà improbabile che essi fossero tutti “stupidi”³⁷, ma se, al contrario, esso verrà fatto da pochi altri operatori, questi finiranno per essere etichettati in modo negativo. Di conseguenza, a un qualsiasi soggetto che abbia ad interesse la propria reputazione converrà seguire la massa nelle sue decisioni, anche a costo di andare contro quello che suggeriscono le proprie informazioni private. Il lavoro di Scharfstein e Stein si conclude poi con l’elencazione di quattro situazioni in cui questo comportamento potrebbe risultare meno diffuso:

1. In caso i manager siano interessati, oltre alla propria reputazione, anche alle performance dell’impresa³⁸.
2. Nel caso vi siano salari più alti per i manager con un’abilità superiore a quella associata alle azioni conseguenti all’*herding*.
3. Qualora le remunerazioni dei manager dipendano non dalle loro competenze in termini assoluti, ma da quelle relative rispetto agli altri operatori sul mercato.
4. Nell’eventualità vengano valutate favorevolmente caratteristiche come la creatività, intesa come la capacità di scovare opportunità di investimento profittevoli scartate da altre persone.

In tutti questi casi, il discostarsi dell’atteggiamento di un manager da quello di *herding* sarà giustificato solo da circostanze eccezionali, che permetteranno di migliorare, attuando una strategia diversa, le prospettive di guadagno.

La propensione degli agenti ad adottare pratiche di *herding* varierà poi in base al punto del ciclo di vita professionale in cui si trovino. Manager alle prime armi, infatti, insicuri delle loro abilità, tenderanno a copiare maggiormente le azioni dei loro colleghi più esperti, i quali, al contrario, si sentiranno certi delle loro competenze e, in caso le loro informazioni private la indichino come la scelta migliore, andranno più frequentemente contro le tendenze di mercato (Avery and Chevalier, 1999). Alla stessa conclusione giungono anche Hong, Kubik and Solomon (2000), i quali, analizzando un campione di security analysts, notano come delle previsioni diverse da quelle fatte dalla maggioranza degli altri analisti abbiano più probabilità di portare a un licenziamento (in caso siano sbagliate) rispetto a una promozione (in caso siano esatte) e come questa situazione sia molto più accentuata per lavoratori con poca esperienza, i quali, di conseguenza, si limiteranno a copiare le scelte degli altri, evitando rischi non giustificati. Questa precisazione su come il livello di esperienza possa influenzare le decisioni dei manager sembrerebbe anche andare d’accordo con il ragionamento svolto negli scorsi capitoli, parlando di *overinvestment* e *underinvestment*. Anche in quei casi, effettivamente, i manager con maggiore esperienza risultavano *overconfident* e tendevano a prendere maggiori rischi, mentre gli altri preferivano investire di meno, preoccupati delle ripercussioni delle loro decisioni sulla

³⁷ Dovuto a quello che Scharfstein e Stein chiamano “*sharing-the blame effect*”.

³⁸ Considerando il conflitto principale-agente, questo sarà però limitato a poche circostanze in cui, per qualche motivo, i manager abbiano a cuore le sorti dell’impresa.

propria reputazione.

In ultima analisi, la questione dell'herd behavior, per i motivi appena spiegati, riesce ad adattarsi senza problemi ai modelli in precedenza esposti, i quali vengono ulteriormente approfonditi e integrati. Malgrado ciò, essi continuano ancora a mancare di una base analitica forte come quella presente nelle varie teorie tradizionali, le quali, nonostante i vari limiti, riuscivano ad accompagnare i ragionamenti svolti da formule e dimostrazioni matematiche³⁹. Ancor più importante, però, viene dato ulteriore supporto alla tesi per cui uno studio più dettagliato di come le decisioni vengano effettivamente prese all'interno di un'impresa possa aiutare a farsi un'idea più chiara sul reale processo nascosto dietro l'attivazione di un investimento. Bisogna, quindi, guardare alla questione da una prospettiva più ampia, considerando prima di tutto il problema dell'impresa e di come funzioni l'apparato decisionale di un'entità così complessa.

³⁹ L'errore consisteva nel porre ipotesi troppo forti allo scopo di fare ciò, cosa che invece non succede in questa letteratura comportamentale. Bisognerebbe trovare un punto di incontro tra queste due metodologie, in modo da eliminare i limiti che le caratterizzano.

15. Goals come punti di riferimento

La prospect theory

L'ultima delle teorie comportamentali che manca ancora da analizzare è quella che lega il livello degli investimenti alla fissazione degli obiettivi in termini di profitti o crescita da parte dell'impresa. Prima di andare avanti con l'esposizione di questo modello, vi sarà però bisogno di fare riferimento alla *prospect theory* di Kahneman e Tversky, da cui esso trae la propria base analitica.

In Kahneman and Tversky (1979) e Tversky and Kahneman (1992), i due economisti espongono infatti un particolare modo di analizzare le decisioni degli individui, alternativo a quello tradizionale del calcolo dell'utilità attesa. Il processo decisionale viene diviso in due fasi: quella di *editing* e quella di *evaluation*. Nella prima, le varie alternative verranno riorganizzate e semplificate, ad esempio eliminando le componenti uguali tra loro o combinando le probabilità associate a risultati uguali. L'obiettivo di questo processo sarà quello di presentare dei dati e delle informazioni di più semplice comprensione e, quindi, confronto. Il risultante ordine di preferenze potrà inoltre variare di caso in caso, in base al contesto in cui ci si trovi a fare la scelta, che influenzerà lo svolgimento della fase di *editing*. Infine, dopo aver svolto tutte le semplificazioni necessarie, verrà presa la decisione finale, consistente nella selezione di una delle alternative. La principale innovazione di questa teoria consiste nel non considerare semplicemente gli stati finali conseguenti alle decisioni, bensì il loro livello rispetto a un determinato punto di riferimento, che segnerà una divisione netta tra il successo o il fallimento legato una certa scelta. Viene poi anche precisato come gli outcome avranno un impatto marginale minore sull'utilità all'aumentare della distanza dal punto di riferimento e, a parità di entità, l'effetto (in valore assoluto) di una perdita sarà maggiore rispetto a quello di un guadagno⁴⁰. Questo porterà a una maggiore propensione al rischio in condizioni di perdita, allo scopo di raggiungere il punto di riferimento e, al contrario, a una situazione di avversione al rischio nel caso esso sia già stato superato, per evitare perdite che potrebbero cambiare la situazione e rendere inutili i precedenti sforzi⁴¹.

Verrà allora introdotta la cosiddetta funzione di valore, definita da queste tre caratteristiche:

1. Gli outcome sono definiti in termini di guadagni o perdite, in riferimento alla loro deviazione dal punto di riferimento stabilito.
2. La funzione sarà concava per i guadagni e convessa per le perdite⁴².
3. La pendenza sarà maggiore per le perdite che per i guadagni.

Essa quindi, rispettando le condizioni elencate, assumerà la sua forma caratteristica ad S:

⁴⁰ Questo concetto va anche d'accordo con quello introdotto da Keynes, per cui gli effetti sulla reputazione di un manager saranno maggiori in caso di una decisione fallimentare rispetto a una di successo. Allo stesso modo, Kahneman e Tversky affermano: «The aggravation that one experiences in losing a sum of money appears to be greater than the pleasure associated with gaining the same amount» (Kahneman and Tversky, 1979, p. 279).

⁴¹ Chiamato da Kahneman e Tversky "*reflection effect*".

⁴² Conseguenza dell'utilità marginale decrescente.

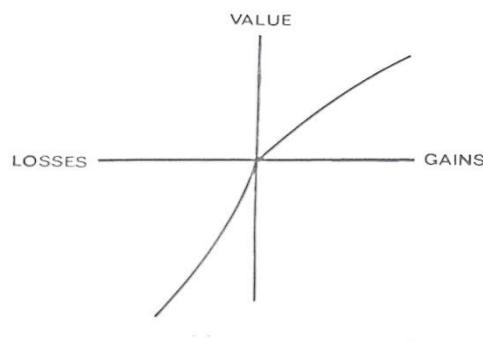


Figura 8: Funzione di valore - Fonte: Kahneman and Tversky (1979)

Il suo ruolo nella teoria dell'investimento

La *prospect theory* di Kahneman e Tversky viene collegata alla questione dell'investimento da Heat, Larrick and Wu (1999), i quali sostengono che gli obiettivi dell'impresa fungeranno da punti di riferimento nelle decisioni di questo tipo prese dai manager. Questi *goals*, proprio come i punti di riferimento, divideranno i risultati degli investimenti in due regioni, successo e fallimento, influenzando fortemente le scelte riguardanti i progetti da attivare e quelli, invece, da scartare. La cosa più importante per i manager diventerà, dunque, il raggiungimento dei target fissati dalla proprietà, allo scopo di creare una percezione positiva riguardo le loro decisioni e vedere la propria reputazione migliorare⁴³. In caso le performance dell'impresa si rivelino inferiori a quelle attese, infatti, i manager aumenteranno il volume di investimenti e saranno anche disposti ad accettare dei rischi maggiori, allo scopo di ottenere risultati per lo meno in linea con quelli richiesti (Laughunn, Payne and Crum, 1980; March, 1988; Heat, Larrick and Wu, 1990; Greve, 2003 e Greve, 2008). Questi ragionamenti, come è ovvio che sia, varranno, però, solo nel caso le perdite potenziali conseguenti all'attivazione di un numero maggiore di progetti (potenzialmente anche più rischiosi) non siano eccessive e non possano eventualmente portare l'impresa a un rischio di insolvenza (Laughunn, Payne and Crum, 1980). Escludendo questa particolare eventualità, si creerà quindi una relazione negativa tra performance rispetto al *goal* e investimenti, che porterà a una maggiore crescita dello stock di capitale di un'impresa in caso i suoi risultati siano al di sotto di quelli previsti. Dalla seguente figura, si può infatti vedere come l'*asset growth* di un'impresa sia decrescente all'aumentare delle sue performance e subisca una forte deviazione in negativo una volta superato l'*aspiration level*⁴⁴:

⁴³ Oltre che ai soliti motivi riguardanti il collegamento tra reputazione e remunerazione, i manager saranno anche incentivati a raggiungere le performance richieste a causa della presenza di un rischio di takeover nei loro confronti, conseguente a delle prestazioni considerate fallimentari (Stein, 1988).

⁴⁴ Termine utilizzato da Cyert and March (1963) per definire il punto di riferimento. Si parlerà del loro apporto a questa teoria in seguito.

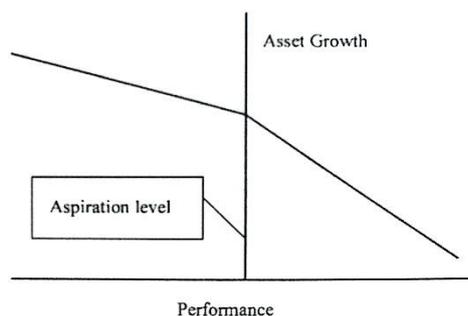


Figura 9: Investimenti relativi alla performance - Fonte: Greve (2003)

Al fine di riuscire a investire il momento negativo, oltre a portare avanti nuovi investimenti, si potrà cambiare l'attuale strategia o, nei casi più gravi, l'organizzazione, evidentemente non adatte al contesto e alla situazione che si sta affrontando. Allo stesso modo, invece, delle performance positive potrebbero fungere da freno al cambiamento, producendo una situazione di inerzia, dovuta dalla convinzione che l'attuale vantaggio competitivo persisterà anche in futuro (Ginsberg, 1988 e Greve, 2008).

Anche le altre proprietà della funzione di valore saranno sempre valide nell'ambiente aziendale. Ad esempio, la minore sensibilità all'allontanarsi dal *goal*, in questo contesto, permarrà e potrebbe portare a problemi nel caso un obiettivo sia considerato troppo difficile da raggiungere, causando quello che Heat, Larrick e Wu definiscono come "*starting problem*". Questo sarà però risolvibile attraverso l'introduzione di *subgoals*, che permetteranno di aumentare le prestazioni dell'impresa, nella continua ricerca del raggiungimento dell'obiettivo intermedio successivo.

Nonostante queste regole generali sembrano essere valide per la totalità dei manager (Laughunn, Payne and Crum, 1980), l'effettiva applicazione del modello varierà poi di situazione in situazione, a causa dell'influenza che il contesto di riferimento eserciterà sulla fase di *editing* delle alternative, rendendo, anche in caso di opzioni uguali, la scelta ottimale diversa in base all'impresa che si trovi a prenderla⁴⁵. Per prima cosa, sarà fondamentale una corretta selezione del *goal* di riferimento, da cui dipenderanno poi i risultati effettivamente raggiunti. Un obiettivo difficile da soddisfare, infatti, potrebbe da un lato a migliorare le performance in caso si riescano effettivamente a ottenere i risultati richiesti, ma, allo stesso tempo, potrebbe portare a un peggioramento delle prestazioni dell'impresa se troppo irrealistico, disincentivando conseguentemente il management. Questo ragionamento sarà di più semplice comprensione attraverso un'analisi grafica:

⁴⁵ Di nuovo, l'investimento sarà fortemente influenzato dall'ambiente circostante e dalla situazione in cui ci si trova a portarlo a avanti. L'impresa non sarà una macchina, capace di trovare una risposta univoca a degli shock esogeni, bensì dovrà operare tenendo in forte considerazione la situazione di incertezza che la circonda, attuando un processo di crescita e di *learning* (attraverso gli investimenti) *path-dependent*.

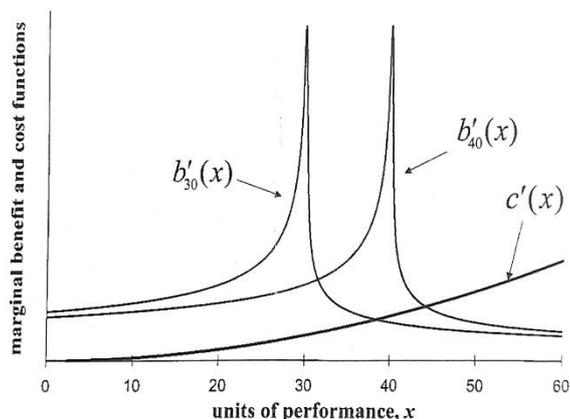


Figura 10: Fissazione del goal - Fonte: Heat, Larick and Wu (1999)

Le utilità marginali possiederanno le solite proprietà della funzione di valore e il livello di performance di equilibrio sarà definito dall'incrocio tra i benefici e i costi marginali legati all'investimento. Si considerino due situazioni, caratterizzate dagli stessi costi marginali collegati all'investimento, ma nelle quali vengono fissati due *goals* differenti. È evidente come, in questa situazione, fissando un obiettivo più alto (di 40 contro 30) si riusciranno a ottenere delle performance migliori. Il contrario sarebbe invece successo nel caso vi fossero stati dei costi marginali maggiori, così alti da non permettere il raggiungimento dell'obiettivo predefinito⁴⁶. Esisterà, pertanto, un trade-off nella selezione del punto di riferimento, dovuto al diverso effetto conseguente alla sua fissazione, in caso di performance di successo o fallimentari.

Similarmente, anche il contesto di riferimento influenzerà l'equilibrio, a causa del differente processo di *editing* e dei diversi costi marginali associati ai progetti:

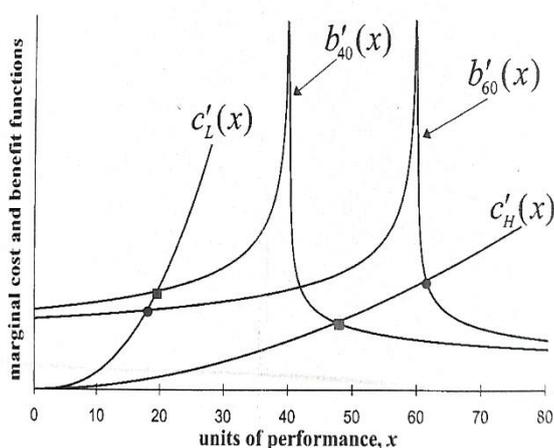


Figura 11: Goal e contesto di riferimento - Fonte: Heat, Larick and Wu (1999)

⁴⁶ Nella parte di grafico precedente a una performance di 30, infatti, la prima funzione è sempre dominante.

In questo caso, ad esempio, fissare un obiettivo di 40 si rivelerà vantaggioso nel caso dell'impresa L, ma non in quello dell'impresa H, la quale, grazie ai suoi costi marginali minori, avrà la possibilità di mirare a degli obiettivi più alti in termini di performance. Andando più nello specifico, queste influenze di contesto saranno causate dall'incertezza presente nel mercato, che renderà la fissazione dei *goals* un processo fortemente dipendente da vari fattori, diversi dalla semplice arbitrarietà delle preferenze dei proprietari. Si svolgerà, infatti, un confronto sia con le performance passate, che con i risultati raggiunti dalle altre imprese presenti sul mercato, in modo da farsi un'idea migliore di quali obiettivi possano essere considerati realistici e sia quindi meglio adottare (March, 1988; Heat, Larrick and Wu, 1999; Greve, 2003 e Greve, 2008). Allo stesso modo, andranno sempre considerate le caratteristiche del singolo manager in questione, il quale potrebbe risultare esperto e *overconfident*, spingendo allora la proprietà verso la fissazione di *goals* più alti, o giovane e meno sicuro di sé, preferendo obiettivi di più semplice raggiungimento. Come sempre, questo dipenderà anche dal mercato considerato, che renderà più o meno vantaggiose pratiche di overinvestment e underinvestment, in base ai benefici ottenibili dal management con il loro utilizzo.

La scuola di Carnegie Mellon

La questione dei *goals* viene in realtà introdotta, ancor prima della diffusione della *prospect theory* di Kahneman e Tversky, da Cyert and March (1963), i quali anticipano l'idea dei punti di riferimento, chiamandoli invece *aspiration levels*. Essi non sono altro che gli obiettivi dell'impresa, che prendono forma in questi target definiti, non limitandosi a ordini generici come "massimizzare i profitti"⁴⁷. Viene anche sottolineato come la forte incertezza presente nel mercato renda l'attività di ricerca da parte dei manager vantaggiosa solamente in situazioni di difficoltà, nelle quali vi sia bisogno di risolvere qualche problema. Se, al contrario, tutto va secondo i piani, non avrà senso operarsi per ricercare nuovi progetti da attivare o nuove strategie da implementare, sempre a causa dell'incertezza che caratterizza tutti questi processi, il che potrebbe rendere questo lavoro potenzialmente inutile. È per questo motivo che solamente in caso i precedenti investimenti non stiano raggiungendo i risultati sperati, ottenendo quindi performance al di sotto dell'*aspiration level*, i manager inizieranno un'attività di "*problemistic search*", portando avanti nuovi progetti e aumentando di conseguenza il livello degli investimenti. Per quanto riguarda l'influenza del contesto di riferimento, invece, andrà considerato sia quello esterno, che influenzerà la fissazione dei punti di riferimento, che quello interno, su cui Cyert e March pongono particolare attenzione. Gli obiettivi e il modo di agire dell'impresa, difatti, dipenderanno tra le altre cose dalla sua memoria interna, definita dal capitale umano e dalle conoscenze possedute, creando un percorso di crescita *path-dependent* e che fonderà le sue basi in

⁴⁷ Data la natura dell'impresa come coalizione di individui dagli interessi diversi, sarà sempre necessario sostenere delle spese affinché gli obiettivi dei singoli lavoratori si conformino a quelli definiti dalla proprietà. Questo tema dell'importanza del capitale umano e della sua influenza sulla crescita dell'impresa è stato però già introdotto, quindi non verrà ripetuto nuovamente.

un'attività di *learning* fortemente indirizzata da questi fattori.

Tutti questi concetti sono stati poi ripresi ed approfonditi dalle teorie dei goals come punti di riferimento già esposte, che analizzano, concentrandosi in particolare sulla questione dell'investimento, l'influenza della fissazione di obiettivi sulla crescita aziendale, tenendo sempre in considerazione gli altri fattori determinanti sotto questo punto di vista: l'ambiente esterno e le risorse interne all'impresa. Le idee di Cyert e March sono state, in questa occasione, introdotte in modo non approfondito, in quanto sono le stesse già esposte nelle precedenti pagine. Era solamente importante sottolineare come le ultime teorie analizzate non fossero completamente originali, ma prendessero spunto da idee già introdotte da altri economisti in passato, se pur ovviamente approfondite e adattate al tema di interesse di questo testo, quello degli investimenti. Questi modelli troveranno quindi fondamento nella *behavioral theory* dell'impresa, tipica della scuola di Carnegie Mellon⁴⁸.

Alla luce delle considerazioni esposte, si potrebbe pensare che le imprese con prestazioni scadenti tenderanno a investire più di quelle di successo. È bene precisare che questo sarà vero, ma solo *ceteris paribus* e quindi ragionando in termini relativi e non assoluti, i quali, per forza di cose, dipenderebbero dalle disponibilità finanziarie e dalle dimensioni delle imprese. Si pensi, ad esempio, a una situazione di crisi, in cui le imprese, ovviamente, non investiranno di più a causa dei loro risultati (nella maggior parte dei casi) negativi. Oltre a un naturale aggiustamento delle loro aspettative dettato dal contesto avverso, infatti, si creerà probabilmente una situazione di *credit crunch*, che renderà impossibile sostenere spese maggiori, che potrebbero, tra l'altro, in situazioni critiche (del tutto possibili in tempi di crisi) anche portare a un eventuale rischio di insolvenza. Quando, nel Capitolo 7, si sottolineava l'importanza delle teorie finanziarie dell'investimento come supporto a un modello più completo, si intendeva proprio questo. Anche portando avanti delle analisi che facciano riferimento a fattori diversi da quelli puramente finanziari, questi andranno comunque sempre presi in considerazione, per evitare di cadere in conclusioni erranee e controintuitive, che potrebbero rendere inutili gli sforzi compiuti per definire una teoria più complessa, fondata, in questo particolare caso, su argomentazioni comportamentali.

In ultima analisi, la teoria dei goals come punti di riferimento è riuscita a mettere insieme i più grandi vantaggi delle teorie tradizionali e comportamentali, unendo argomentazioni di tipo psicologico a un forte costrutto analitico, fornito dalla *prospect theory*, e riuscendo a integrare anche variabili di influenza sulle decisioni dell'impresa, sia di carattere esogeno che endogeno. Attraverso l'unione degli studi di diversi economisti, si è riusciti a giungere a un modello solido, fondato sulla *behavioral theory* di Cyert e March e che è riuscito a sfruttare spunti e idee di diversa derivazione. Questo non vuole necessariamente dire che la soluzione alla questione dell'investimento risieda in questo modello, ma vuole solamente evidenziare il

⁴⁸ Vi insegnavano e facevano ricerca, infatti, Cyert e March.

metodo usato, che ha permesso di eliminare molti dei problemi legati alle precedenti teorie, da cui scaturivano poi le maggiori critiche. La strada da prendere nella futura ricerca, forse, potrebbe essere proprio questa.

PARTE IV

CONCLUSIONE

16. Riflessioni finali

L'obiettivo di questo testo, come era già stato precisato nell'introduzione, non è mai stato quello di proporre una nuova teoria dell'investimento, cosa tra l'altro resa impossibile dai limiti intrinseci presenti nell'attuale letteratura economica. Piuttosto, si è voluta presentare una raccolta critica delle più rilevanti teorie dell'investimento, definite "tradizionali", accompagnata poi dall'esposizione di altri modelli, supportati da argomentazioni comportamentali e fondati sulla scuola di pensiero economica della *behavioral strategy*.

Dopo aver definito l'investimento, si è subito evidenziata la distinzione tra i due metodi che hanno indirizzato gli studi su questo argomento: da una parte quello neoclassico, successore delle teorie di Fisher, che ha provato a cercare nell'analisi matematica la soluzione alla questione dell'investimento e dall'altra quello post-keynesiano, il quale, prendendo spunto da diverse idee proposte da Keynes nella sua Teoria Generale, ha adottato un approccio completamente diverso, dando la priorità al ruolo dell'incertezza nel mercato e di come essa influenzi fortemente le decisioni di investimento. Si è passato poi all'effettiva esposizione di questi modelli, partendo dalla teoria dell'acceleratore e da quella neoclassica di Jorgenson, con tutte le loro varianti. È stato sottolineato come, nonostante esse fossero state in grado di proporre dei modelli perfetti sotto il punto di vista matematico, avessero poi parzialmente limitato la loro applicabilità nel mondo reale, basando i loro ragionamenti su ipotesi troppo forti. Una strada diversa hanno provato a prendere, invece, sia Brainard e Tobin che Dixit e Pindyck, tendendo di integrare esplicitamente la questione dell'incertezza nei loro modelli e, quindi, di portare avanti uno studio più pragmatico. Entrambi, però, non sono riusciti a trovare la risposta definitiva al problema dell'investimento, la q di Tobin per le sue assunzioni riguardanti la perfetta razionalità degli investitori (esclusa dallo stesso Keynes) e la *real options theory* per la mancata ricerca delle effettive motivazioni che spingessero i manager a investire, considerando ancora questi soggetti come delle macchine ottimizzatrici. In mezzo a queste due teorie, sono state esposte anche quelle finanziarie dell'investimento, le quali, nonostante l'indubbia rilevanza, hanno evidenziato un unico limite: associare alle motivazioni finanziarie un potere esplicativo completo.

Si è arrivati poi alla parte più importante di questo testo, quella riguardante le teorie comportamentali. Prima di esporre i suoi principali modelli teorici, sono però stati messi in chiaro alcuni concetti, ritenuti fondamentali per lo studio di una teoria dell'investimento. Si sono analizzate prima le premesse di questo nuovo metodo e la letteratura di riferimento, per passare poi a una breve spiegazione del conflitto principale-agente e della sua influenza su queste teorie. I manager, infatti, hanno smesso di essere considerati come degli agenti razionali, con il solo obiettivo di fare il meglio per l'impresa, ma sono stati descritti, per la prima volta, come delle persone in carne ed ossa, spinte da moventi personali e reputazionali. Questo avrà un'enorme influenza su una teoria, come quella dell'investimento, che si trovi a considerare un processo decisionale, svolto all'interno di un ambiente complesso come quello aziendale. Ambiente, che, ovviamente, influenzerà fortemente queste scelte, limitandone quelle possibili. Un'impresa, difatti, seguirà un percorso di crescita

path-dependent, indirizzato dalle conoscenze da essa possedute, le quali le permetteranno di muoversi, in modo efficiente, solo in determinate direzioni. È impossibile pensare che ogni impresa sia in grado, ogni qualvolta abbia le disponibilità monetarie necessarie, di portare avanti qualsiasi progetto, indipendentemente dalla sua storia e dalle risorse umane e intellettuali in suo possesso. Di conseguenza, assumeranno una fondamentale importanza sia l'ambiente esterno che la struttura e le conoscenze interne dell'impresa, da cui dipenderanno la sua crescita e le sue possibilità di investimento.

Infine, si è arrivati alle vere e proprie teorie. Nonostante ne siano state proposte quattro diverse, esse sembrerebbero però non escludersi l'una con l'altra, trovando giustificazione nella *behavioral theory* di Cyert e March. Si immagina, infatti, un'economia dominata dall'incertezza e in cui i fattori umani eserciteranno un effetto non indifferente sullo sviluppo delle imprese. L'azienda diventa un insieme di soggetti, spinti da motivazioni individuali e in possesso di conoscenze diverse, la quale unione darà vita alle routine aziendali. Esse, però, non corrisponderanno alla semplice somma di queste conoscenze, ma saranno un qualcosa di intrinseco all'impresa, che resisterà anche al turnover dei singoli soggetti. Questo complesso di competenze, allora, indirizzerà lo sviluppo aziendale, rendendo percorribili alcune strade al posto di altre. In un contesto di questo tipo, la proprietà sarà costretta a incorrere in spese, necessarie per allineare gli obiettivi dei singoli lavoratori ai propri, fissati sotto forma di *aspiration levels*. La razionalità limitata degli operatori e l'incertezza del mercato, tuttavia, non permetteranno di eliminare completamente i problemi di opportunismo dei manager, i quali, spinti dalla massimizzazione della loro utilità personale e non di quella dell'impresa, continueranno comunque ad operare nel loro interesse. Incentivi contrattuali e monitoraggio interno potranno solo alleviare questo problema, ma non risolverlo del tutto. I decision-maker, quindi, porteranno avanti pratiche diverse, in base alla loro natura e al mercato in cui si trovino ad operare, al fine di ottenere più benefici possibili. In generale, la fissazione di *goals* di riferimento per le performance aziendali spingerà i manager a impegnarsi al massimo, per prima cosa, per il loro raggiungimento, in quanto un fallimento sotto questo punto di vista potrebbe portare a conseguenze negative sulla loro reputazione e, di riflesso, sulla loro remunerazione. In caso gli obiettivi venissero raggiunti, allora, la loro motivazione calerà, spingendo a pratiche di *underinvestment*, con il rifiuto di progetti, i quali potrebbero, potenzialmente, anche portare dei benefici all'impresa. Il contrario succederebbe, invece, nell'eventualità in cui gli investimenti già attivati si rivelassero fallimentari, spingendo all'attivazione di altri, con la speranza di ottenere dei risultati accettabili. Questi comportamenti saranno poi influenzati anche dalle caratteristiche dei singoli manager e dal mercato circostante. Manager esperti e operanti in settori nei quali siano evidenti i vantaggi legati alla guida di un'impresa di grandi dimensioni tenderanno a sopravvalutare le loro abilità, attivando una mole maggiore di investimenti, sicuri del loro successo e incentivati dalla possibilità di ottenere dei maggiori benefici dalla crescita dell'impresa in cui operano. Al contrario, dei manager alle prime armi, insicuri delle loro competenze, preferiranno investire il meno possibile, limitandosi al raggiungimento dell'obiettivo minimo richiesto. Questo sarà però possibile solo in settori

caratterizzati da una debole concorrenza, che permettano all'impresa di operare in modo tranquillo, senza doversi preoccupare delle conseguenze che un comportamento del genere potrebbe portare sul proprio potere competitivo. Essi, tra l'altro, saranno più propensi a pratiche di herd behavior, consapevoli di come, soprattutto per dei manager non esperti, agire in controcorrente rispetto alla massa e fallire possa portare a conseguenze negative sulla loro carriera. Sarà sempre meglio fallire convenzionalmente, che avere successo in modo non convenzionale o, per lo meno, questa sarà la cosa migliore da fare per dei manager non *overconfident* e senza anni di esperienza alle spalle.

Si è riuscito, nella teoria dei goals come punti di riferimento, ad accompagnare anche tutti questi ragionamenti a un definito modello empirico, quello della *prospect theory* di Kahneman e Tversky, superando quindi i limiti che caratterizzavano sia le teorie tradizionali che quelle comportamentali. La mancanza di un supporto analitico tipica delle teorie comportamentali è stata sopperita dall'inserimento di questo modello e, allo stesso modo, le ipotesi limitanti delle teorie tradizionali sono state eliminate, fondando gli studi, come prima cosa, su dei ragionamenti puramente teorici, in grado di proporre una visione più realistica delle motivazioni effettivamente nascoste dietro l'attività di investimento di un'impresa. È stata proprio l'unione di questi due metodi a permettere di superare alcuni degli ostacoli incontrati dalle altre teorie proposte negli anni precedenti.

Tutto questo è stato reso possibile dall'utilizzo degli spunti offerti da una teoria dell'impresa (in questo caso quella comportamentale di Cyert e March), che ha permesso di portare avanti dei ragionamenti, i quali, altrimenti, non sarebbero stati possibili. Non fare ciò è stato probabilmente il più grande limite delle teorie tradizionali, le quali hanno impostato i loro modelli come dei problemi di ricerca dell'equilibrio, facendo riferimento alla natura ottimizzatrice dell'impresa e alla presenza di un'assunta razionalità e perfezione negli operatori e nei mercati, che rendevano questi problemi risolvibili attraverso la semplice introduzione di equazioni matematiche, non supportate però da motivazioni derivanti dallo studio di una teoria dell'impresa. «An absence of a coherent model of the firm also lies at the heart of many controversies in the investment and growth literature» (Ganoulis, 1994, p. 23) e, dunque, senza una teoria dell'impresa accettata in letteratura, sarà difficile immaginare una vera teoria dell'investimento. L'esposizione dei modelli comportamentali, infatti, non voleva arrivare alla conclusione che quella proposta fosse la risposta definitiva alla questione dell'investimento, ma mirava semplicemente a evidenziare come, fondando l'analisi su una teoria dell'impresa ben definita, si fosse riuscito a proporre un modello comunque molto solido, in grado di aggirare molti dei limiti incontrati in passato. Vi sarà quindi bisogno, allo scopo di mettere d'accordo la letteratura economica riguardo una definita teoria dell'investimento, di riuscire prima a fare ciò con una teoria dell'impresa.

Lo scienziato austriaco Schrödinger, nel 1935, propose un famoso paradosso, che consisteva nell'immaginare un gatto chiuso in una scatola insieme a del gas velenoso, che avrà il 50% di probabilità di disperdersi nell'aria e l'altro 50% di rimanere chiuso all'interno di una fialetta. Egli affermava che, finché la

scatola non verrà aperta, vi saranno uguali possibilità che il gatto sia vivo o morto. In parole semplici, non si potrà conoscere il contenuto della scatola senza prima aprirla. Per certi versi, varrà lo stesso nel caso della teoria dell'investimento. Nell'introduzione, si era paragonata un'impresa a una scatola complessa, all'interno della quale succedono molte cose e una di queste, ovviamente, saranno le attività di investimento. Sarà impossibile conoscere il contenuto di una scatola senza prima aprirla e, allo stesso modo, sarà impossibile risolvere la questione dell'investimento senza prima aprire la scatola dell'impresa.

Bibliografia

- Aggarwal R. K. and Samwick A. A. (2006), Empire-builders and shirkers: Investment, firm performance, and managerial incentives, *Journal of Corporate Finance*, 12 489-515.
- Aghion P. and Bolton P. (1992), An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, *The Review of Economic Studies*, 59 (3) 473-494.
- Akerlof G. A. (1970), The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3) 488-500.
- Amburgey T. L. and Miner A. S. (1992), Strategic Momentum: The Effects of Repetitive, Positional, and Contextual Momentum on Merger Activity, *Strategic Management Journal*, 13 (5) 335-348.
- Arrighetti A. e Traù F. (2013), *Nuove strategie delle imprese italiane*, Roma, Donzelli editore.
- Avery C. N. and Chevalier J. A. (1999), Herding over the career, *Economics Letters*, 63 327-333.
- Baddeley M. C. (2003), *Investment Theories and Analysis*, New York, Macmillan.
- Baddeley M. C. (2006), Behind the black box: a survey of real-world investment appraisal approaches, *Empirica*, 33 329-350.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A. and Maksimovic V. (2005), Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?, *The Journal of Finance*, 60 (1) 137-177.
- Berle A. A. and Means G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan.
- Bernanke B., Gertler M. and Gilchrist S. (1996), The Financial Accelerator and the Flight to Quality, *The Review of Economics and Statistics*, 78 (1) 1-15.
- Bertrand M. and Mullainathan S. (2003), Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences, *Journal of Political Economy*, 111 (5) 1043-1075.
- Brainard W. C. and Tobin J. (1968), Pitfalls in Financial Model Building, *The American Economic Review*, 58 (2) 99-122.
- Burgelman R. A. (1983), Corporate Entrepreneurship and Strategic Management: Insights from a Process Study, *Management Science*, 29 (12) 1349-1364.
- Carpenter R. E. and Petersen B. C. (2002), Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?, *The Review of Economics and Statistics*, 84 (2) 298-309.
- Casson M. (2005), Entrepreneurship and the theory of the firm, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 58 (2) 327-348.
- Chenery H. B. (1952), Overcapacity and the Acceleration Principle, *Econometrica*, 20 (1) 1-28.
- Chirinko R. S. (1993), Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications, *Journal of Economic Literature*, 31 (4) 1875-1911.
- Chirinko R. S. and Schaller H. (1995), Does Liquidity Matter in Investment Equations?, *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (2) 527-548.

- Clark J. M. (1917), Business Acceleration and the Law of Demand: A Technical Factor in Economic Cycles, *Journal of Political Economy*, 25 (3) 217-235.
- Coad A. (2007), Neoclassical vs Evolutionary Theories of Financial Constraints: Critique and Prospectus, *halshs-00144415*.
- Cyert R. M. and March J. G. (1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs (NJ), Prentice-Hall.
- Dixit A. K. and Pindyck R. S. (1994), *Investment Under Uncertainty*, Princeton (NJ), Princeton University Press.
- Eklund J. (2013), Theories of Investment: A Theoretical Review with Empirical Applications, *Swedish Entrepreneurship Forum*.
- Fagiolo G. and Luzzi A. (2006), Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from the Italian manufacturing industry, *Industrial and Corporate Change*, 15 (1) 1-39.
- Fama E. F. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88 (2) 288-307.
- Fisher I. (1930), *The Theory of Interest, as determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest it*, New York, Macmillan.
- Ganoulis I. (1994), Dynamics in Investment and Growth Theories and the Nature of the Firm, *Innocenzo Gasparini Institute for Economic Research Working Paper Series*, 67.
- Ginsberg A. (1988), Measuring and Modelling Changes in Strategy: Theoretical Foundations and Empirical Directions, *Strategic Management Journal*, 9 (6) 559-575.
- Girardi D. (2017), Old and New Formulations of the Neoclassical Theory of Aggregate Investment: A Critical Review, *Economics Department Working Paper Series*, 219.
- Girgin S. C., Karlis T. and Nguyen H. (2018), A Critical Review of the Literature on Firm-Level Theories on Ship Investment, *International Journal of Financial Studies*, 6 (11).
- Greve H. R. (2003), Investment and the behavioral theory of the firm: evidence from shipbuilding, *Industrial and Corporate Change*, 12 (5) 1051-1076.
- Greve H. R. (2008), A Behavioral Theory of Firm Growth: Sequential Attention to Size and Performance Goals, *The Academy of Management Journal*, 51 (3) 476-494.
- Harcourt G. C. (1972), *Some Cambridge controversies in the theory of capital*, New York, Cambridge University Press.
- Hayashi F. (1982), Tobin's Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation, *Econometrica*, 50 (1) 213-224.
- Heat C., Larrick R. P. and Wu G. (1999), Goals as Reference Points, *Cognitive Psychology*, 38 79-109.
- Hicks J. R. (1935), Annual Survey of Economic Theory: The Theory of Monopoly, *Econometrica*, 3 (1) 1-20.

- Holmström B. (1999), Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective, *The Review of Economic Studies*, 66 (1) 169-182.
- Hong H., Kubik J. D. and Solomon A. (2000), Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts, *The RAND Journal of Economics*, 31 (1) 121-144.
- Ikedo N., Inoue K. and Watanabe S. (2018), Enjoying the quiet life: Corporate decision-making by entrenched managers, *Journal of The Japanese and International Economies*, 47 55-69.
- Jensen M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, 76 (2) 323-329.
- Jorgenson D. W. (1963), Capital Theory and Investment Behavior, *The American Economic Review*, 53 (2) 247-259.
- Kahneman D. and Tversky A. (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 47 (2) 263-292.
- Kalecki M. (1937), The Principle of Increasing Risk, *Economica*, 4 (16) 440-447.
- Kalecki M. (1954), *Theory of Economic Dynamics*, London and New York, Routledge.
- Keynes J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan.
- Kruger J. (1999), Lake Wobegon Be Gone! The "Below-Average Effect" and the Egocentric Nature of Comparative Ability Judgments, *Journal of Personality and Social Psychology*, 77 (2) 221-232.
- Laughhunn D. J., Payne J. W. and Crum R. (1980), Managerial Risk Preferences for Below-Target Returns, *Management Science*, 26 (12) 1238-1249.
- Malmendier U. and Tate G. (2005), Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited, *European Financial Management*, 11 (5) 649-659.
- Malmendier U. and Tate G. (2015), Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence, *The Journal of Economic Perspectives*, 29 (4) 37-60.
- March J. G. (1988), Variable risk preferences and adaptive aspirations, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 9 5-24.
- Marris R. (1964), *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*, Toronto, Macmillan.
- Meyer J. R. and Kuh E. (1959) [1957], *The investment decision: An Empirical Study*, Cambridge (MA), Harvard University Press.
- Miller D. T. and Ross M. (1975), Self-Serving Biases in the Attribution of Causality: Fact or Fiction?, *Psychological Bulletin*, 82 (2) 213-225.
- Mintzberg H. (1990), The Design School: Reconsidering the Basic Premises of Strategic Management, *Strategic Management Journal*, 11 (3) 171-195.
- Mintzberg H. and McHugh A. (1985), Strategy Formation in an Adhocracy, *Administrative Science Quarterly*, 30 (2) 160-197.

- Modigliani F. and Miller M. H. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48 (3) 261-297.
- Muth J. F. (1961), Rational Expectations and the Theory of Price Movements, *Econometrica*, 29 (3) 315-335.
- Narayanan M. P. (1985), Managerial Incentives for Short-Term Results, *The Journal of Finance*, 40 (5) 1469-1484.
- Nelson R. R. and Winter S. G. (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge (MA) and London, The Belknap Press of Harvard University Press.
- Paolazzi L., Sylos Labini M. e Traù F. (2016), *Gli imprenditori*, Venezia, Marsilio.
- Parker J. (2010), Theories of Investment Expenditures, in *Economics 314 Coursebook*.
- Penrose E. (1980) [1959, New York, Oxford University Press], *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford, Blackwell.
- Powell T. C. (2011), Neurostrategy, *Strategic Management Journal*, 32 (13) 1484-1499.
- Powell T.C., Lovallo D. and Fox C. R. (2011), Behavioral Strategy, *Strategic Management Journal*, 32 (13) 1369-1386.
- Richardson S. (2006), Over-investment of free cash flow, *Review of Accounting Studies*, 11 159-189.
- Ross S. A. (1973), The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *The American Economic Review*, 63 (2) 134-139.
- Rubinstein M. (2006), *A History of the Theory of Investments*, Hoboken (NJ), John Wiley & Sons.
- Sargent Florence P. (1964), *Economics and Sociology of Industry: A Realistic Analysis of Development*, London, C. A. Watts & Co.
- Scharfstein D. S. and Stein J. C. (1990), Herd Behavior and Investment, *The American Economic Review*, 80 (3) 465-479.
- Singh R. P. (2020), Overconfidence: a common psychological attribute of entrepreneurs which leads to firm failure, *New England Journal of Entrepreneurship*, 23 (1) 25-39.
- Staw B. M. (1976), Knee-Deep in the Big Muddy: A Study of Escalating Commitment to a Chosen Course of Action, *Organizational Behavior and Human Performance*, 16 27-44.
- Stein J. C. (1988), Takeover Threats and Managerial Myopia, *Journal of Political Economy*, 96 (1) 61-80.
- Stein J. C. (2003), Agency, Information and Corporate Investment, in *Handbook of the Economics of Finance*, edited by Constantinides G.M., Harris M. and Stulz R., North Holland, Elsevier Science B.V.
- Stiglitz J. E. (2011), Rethinking Macroeconomics: What Went Wrong and How to Fix It, *Global Policy*, 2 (2) 165-174.
- Stulz R. M. (1990), Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics*, 26 3-27.

- Thomas J. B. and McDaniel R. R. (1990), Interpreting Strategic Issues: Effects of Strategy and the Information-Processing Structure of Top Management teams, *The Academy of Management Journal*, 33 (2) 286-306.
- Tobin J. (1969), A General Equilibrium Approach To Monetary Theory, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (1) 15-29.
- Tobin J. (1978), Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism, *Southern Economic Journal*, 44 (3) 421-431.
- Traù F. (2016), The organisational factor and the growth of firms, *Cambridge Journal of Economics*, 41 749-774.
- Tversky A. and Kahneman D. (1992), Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty*, 5 (4) 297-323.
- Virlics A. (2013), Investment Decision Making and Risk, *Procedia Economics and Finance*, 6 169-177.
- Zanetti G. (1977), *Le motivazioni all'investimento nella grande impresa*, Torino, il Mulino.