

Il costo del capitale internazionale: una verifica empirica pre crisi finanziaria.

Alberto Dell'Acqua – Leonardo Etro, SDA Bocconi

Publicato su “La Valutazione delle Aziende”, n.58/2010

Per la versione originale è necessario fare riferimento alla rivista editata.

Abstract

L'internazionalizzazione, intesa come la replica della catena del valore aziendale in Paesi esteri e non come mera delocalizzazione produttiva, è una delle soluzioni strategiche maggiormente utilizzate dalle imprese nell'ultimo decennio per rispondere alla crescente globalizzazione dei mercati. Anche nel contesto italiano sono assai numerose le imprese che hanno intrapreso importanti processi di internazionalizzazione, non solo quelle di più grandi dimensioni ma anche le aziende di media o piccola dimensione, denominate di sovente come "multinazionali tascabili". Il contesto di internazionalizzazione delle aziende e la maggiore presenza di gruppi aziendali organizzati su scala internazionale richiede agli analisti finanziari ed ai valutatori di aziende una maggiore attenzione alle tematiche relative alla stima del costo del capitale su scala globale. La letteratura di riferimento nella *Corporate Finance* ha da tempo sviluppato alcune metodologie per la determinazione del costo del capitale internazionale come l'*Adjusted hybrid CAPM*, il metodo "Godfrey-Espinosa" ed il metodo "Erb, Harvey and Viskanta" ed ulteriori metodologie sono state sviluppate da *practitioner* come il CSFB model e l'Ibbotson model (per una trattazione completa si veda Guatri, Bini, 2004 e Harvey, 2005). Pochi contributi sono stati però prodotti in letteratura sull'applicazione di tali metodologie in anni recenti. L'articolo espone i risultati di un progetto di ricerca che ha stimato il costo del capitale internazionale negli anni immediatamente precedenti alla crisi finanziaria di fine 2008 con riferimento ad alcuni Paesi di particolare interesse per il flusso degli investimenti esteri. La ricerca è condotta su sedici Stati esteri e sono fornite alcune chiavi interpretative dei fattori politici e macroeconomici che influiscono nella determinazione del costo del capitale.

1. Introduzione ed obiettivi dello studio

L'obiettivo dello studio è fornire una stima del costo del capitale per valutazione di attività aziendali internazionalizzate attraverso una metodologia agevole da impiegare e replicabile nella prassi professionale. L'internazionalizzazione è qui intesa come il processo attraverso cui l'azienda nazionale replica l'intera catena del valore in un Paese estero, escludendo dunque i semplici processi di export commerciale e delocalizzazione produttiva. Pertanto la misura di costo del capitale ricercata può essere applicata da analisti che intendono valutare aziende che hanno investito o che si prefiggono di investire in un Paese estero, combinando sul modello nazionale una serie di fattori produttivi e commerciali tali da garantire alla controllata estera una propria esistenza autonoma (*stand alone entity*). I Paesi prescelti per condurre l'analisi sono quelli verso cui negli ultimi anni si sono concentrati notevoli flussi di investimenti diretti esteri (c.d. "IDE").¹ La problematica della determinazione del costo del capitale internazionale è ampiamente trattata da un punto di vista metodologico nella letteratura di *Corporate Finance e Management Accounting & Control* e nei contributi di *Multinational Business Finance*.²

2. Il quadro logico di riferimento per la stima del costo del capitale: *Multinational capital budgeting*

Il *multinational capital budgeting* fornisce lo schema logico e metodologico per la misurazione del costo del capitale in operazioni internazionali. Tale metodologia assume i medesimi principi e modelli di riferimento delle tradizionali tecniche di analisi degli investimenti mediante attualizzazione dei flussi di cassa (*capital budgeting*). La differenza rispetto ai modelli classici è rappresentata dalla modalità di analisi e di trattamento di alcune variabili proprie di un progetto di business internazionale. Tali variabili sono: i) l'inflazione attesa nel Paese estero oggetto del processo di internazionalizzazione, ii) l'andamento prospettico del tasso di cambio e iii) il rischio Paese.

¹ Si fa riferimento alle analisi contenute nella pubblicazione "*Eccellenza imprenditoriale: il valore dell'internazionalizzazione per l'impresa italiana*", a cura di Cenciarini R.A., Dallochio M., Dell'Acqua A., Etno L.L., Rapporto di ricerca SDA Bocconi per Assindustria Monza e Brianza, 2008.

² Sul tema è possibile consultare Belkaoui A., *Multinational Management Accounting*, Quorum Books, 1991.

2.1 La valutazione e la duplice prospettiva

Nell'ambito dell'applicazione della metodologia di *Multinational Capital Budgeting* un progetto di business internazionale può essere analizzato secondo una duplice prospettiva: la *Parent Viewpoint* e la *Project Viewpoint*.³ La *Parent Viewpoint* è l'analisi condotta simulando l'impatto di rischiosità del business internazionale nel mercato d'origine dell'investitore. La *Project Viewpoint* è la valutazione che analizza la rischiosità del medesimo business solo in un'ottica locale. La differenza sostanziale tra le due prospettive è legata alla definizione del costo del capitale. Nella *Parent Viewpoint* il costo del capitale è determinato sommando ai fattori di rischio stimati sul mercato dei capitali nazionali un fattore addizionale indicativo del *rischio Paese* acquisito attraverso le nuove attività internazionali. Nella *Project Viewpoint* il costo del capitale è determinato direttamente attraverso la stima dei singoli parametri di rischio estrapolati dal mercato finanziario locale. In questo studio è adottata la prospettiva di *Project Viewpoint*, assumendo di valutare la rischiosità del business, ed il relativo costo del capitale, in ottica *stand alone* sui mercati locali.

2.3 Il costo del capitale

Come noto, il costo del capitale, di seguito indicato anche con il termine *cost of equity* (c.o.e), è la variabile più complessa e maggiormente nella valutazione di investimenti e di aziende. In letteratura sono proposti diversi metodi per la stima del costo del capitale in operazioni internazionali.⁴ I più diffusi possono essere suddivisi in due grandi "famiglie":

- a. metodi di stima diretta del costo del capitale;
- b. metodi derivati dal *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

2.1.1 I metodi diretti di stima del costo del capitale

³ D.K. Eiteman, A.I. Stonehill, M.H. Moffett, *Multinational Business Finance*, Pearson International Edition, 11th edition, 2007, p.584.

⁴ L.E. Pereiro, *Valuation of Companies in Emerging Markets. A Practical Approach*, New York, Wiley Finance, 2002 e J. Sabal, *Financial Decisions in Emerging Markets*, Oxford, Oxford University Press, 2002.

I criteri di stima diretta del costo del capitale sono stati sviluppati per essere applicati anche in Paesi in cui non si dispone di un mercato azionario locale. Tali criteri giungono alla stima del rendimento del mercato azionario e per stimare il *c.o.e.* richiedono il calcolo del *premio per il rischio azionario* implicito, nonché il ricorso ai coefficienti di rischio sistematica (*beta*) di imprese comparabili quotate in Paesi a valuta forte. Il modello più diffuso di stima diretta del costo del capitale è il modello di Erb-Harvey-Viskanta (E-V-H model) che desume il rendimento di mercato azionario sulla base del merito creditizio del Paese (*country credit risk rating*) definito a cadenza semestrale dalla rivista *Institutional investor* (dal 1980). Il modello esprime il rendimento normale per un investitore in una definita valuta e si fonda su una regressione lineare fra il rendimento azionario (espresso in una specifica valuta forte) e il *credit rating* di ciascun Paese, calcolati su base semestrale dal 1980.⁵ E' così possibile determinare il *premio per il rischio azionario* come differenza tra il rendimento del mercato azionario ottenuto grazie a tale relazione e la somma del tasso privo di rischio in valuta dell'investitore ed il differenziale per il rischio di credito (*credit spread*) corrente sui titoli di Stato in valuta forte. Il limite principale del modello E-H-V deriva dal fatto che si fonda su rendimenti storici. Una versione evoluta di tale modello consiste nel relativizzare il costo del capitale del Paese estero (come stimato dai dati Ibbotson), sulla base di un coefficiente di aggiustamento relativo che pone a rapporto il rendimento di mercato azionario stimato per il Paese di riferimento ed il rendimento stimato per quel Paese sulla base del modello E-H-V.

2.2.2 I metodi derivati dal CAPM

I metodi più diffusi derivati dal CAPM assumono la forma di aggiustamenti al *premio al rischio di mercato* calcolato per omologhe imprese in aree valutarie stabili. Essi sono i seguenti:

- i. *Adjusted hybrid CAPM*
- ii. Modello Godfrey-Espinosa
- iii. Metodi dei *Practitioners*

⁵ L'equazione è la seguente:

$$R_t = \alpha + \beta CCR_{t-1} + \varepsilon$$

Dove:

R_t = rendimento azionario in una specifica valuta nel periodo t

CCR_{t-1} = *credit country rating* del periodo precedente

Il metodo *Adjusted hybrid CAPM* identifica le seguenti componenti del costo del capitale:

$$\text{c.o.e.} = R_{\text{fglobale}} + CS_{\text{Paese emergente in valuta forte}} + MRP_{\text{adjusted}}$$

dove:

R_{fglobale} = tasso privo di rischio in valuta forte (per esempio, euro)

$CS_{\text{Paese emergente in valuta forte}}$ = *credit spread* su titoli di Stato denominati in valuta forte e a più lunga scadenza del Paese emergente vs. emissioni su titoli di Stato a uguale scadenza del Paese cui si riferisce la valuta forte

MRP_{adjusted} = *premio per il rischio azionario* corretto per la rischiosità incrementale del mercato azionario del Paese estero.⁶

Il modello Godfrey-Espinosa differisce dal precedente esclusivamente per il calcolo del MRP_{adjusted} . In particolare, esso evita di calcolare il coefficiente *beta* del Paese estero ed il coefficiente di determinazione della volatilità dei rendimenti azionari rispetto alle variazioni di giudizio di rating sul debito pubblico del Paese emergente.⁷

I metodi dei *Practitioners* sono derivati dalla pratica professionale delle principali banche d'affari internazionali. Tali criteri sono normalmente di più facile comprensione ed applicazione, anche se questa considerazione non deve portare ad un giudizio di minore validità rispetto alle definizioni accademiche di maggior complessità. Ciò è ancor più vero se considerato l'ambito delle analisi per le decisioni. Per brevità citiamo due metodi dei *Practitioners* maggiormente utilizzati. Il primo metodo, che qui identifichiamo con il termine di "*adjusted MRP*", consiste nel semplice incremento del tasso (che verrebbe applicato a una corrispondente impresa operante in un'area valutaria forte) di una misura corrispondente al *credit spread* corrente sui titoli di Stato in valuta forte del Paese emergente.

La formula è la seguente:

$$\text{c.o.e.} = R_{\text{fglobale}} + CS_{\text{Paese emergente in valuta forte}} + MRP * \text{beta}$$

⁶ Tale variabile è così determinata:

$\beta_{\text{società comparabili in Paesi a valuta forte}} * MRP_{\text{Paesi a valuta forte}} * \beta_{\text{indice di mercato azionario Paese emergente vs. indice Paese a valuta forte}} * (1 - R^2)$ in cui R^2 = coefficiente di determinazione della volatilità del mercato azionario locale rispetto alla variazione di *credit rating* subita dal Paese.

⁷ Il modello sostituisce tali variabili rispettivamente con:

- il rapporto fra le deviazioni standard dei rendimenti di mercato azionario del Paese emergente e del Paese a valuta forte di riferimento;
- un coefficiente costante pari a 0,6 che esprime uno sconto del 40 per cento al premio al rischio di mercato per evitare il problema di sovrastima del rischio Paese già contenuta nel *credit spread*.

Il secondo metodo, qui definibile come “*estimated MRP*”, differisce nel trattamento del *credit spread* e del *premio per il rischio azionario*. Il metodo in questione considera il *credit spread* implicitamente compreso nei rendimenti dei titoli di stato emessi dal governo locale. Il *premio per il rischio azionario* è determinato, soprattutto per ovviare all’assenza o scarsa significatività del dato in Paesi aventi un mercato azionario non sviluppato, attraverso una stima indiretta delle seguenti variabili fondamentali: a) il tasso di crescita del Pil atteso del Paese estero; b) l’inflazione attesa del Paese estero; c) il dividendo medio di mercato (*dividend yield*)⁸. La formula è la seguente:

$$\text{c.o.e.} = R_{f_{\text{locale}}} + \text{beta} * [\text{DY} * (1 + I + g_{\text{Pil}}) - R_{f_{\text{locale}}}]$$

dove:

R_{locale} = tasso privo di rischio sui rendimenti dei titoli di Stato locali

DY = dividendo medio di mercato (*dividend yield*)

I = tasso di inflazione atteso

g_{Pil} = tasso di crescita del PIL

3. L’oggetto e il metodo dello studio

L’oggetto dello studio è rappresentato dalla stima del costo del capitale in sedici Paesi selezionati sulla base dell’attuale e prospettico flusso di investimenti internazionali. Le nazioni dello studio sono principalmente quelle dell’Est Europa e dell’Asia: Cina, Sud Corea, Estonia, Filippine, Hong Kong, India, Indonesia, Lettonia, Lituania, Malesia, Russia, Singapore, Tailandia, Taiwan, Turchia. Il Giappone è inoltre inserito in qualità di *benchmark* di riferimento. L’analisi è basata sui dati medi dell’anno 2006.

La stima del costo del capitale è condotta attraverso la metodologia *Practitioners* con “*estimated MRP*”. Tale metodologia ci sembra preferibile perché applicabile senza particolari difficoltà anche da non specialisti in quanto non richiede l’individuazione di un tasso privo di rischio globale, di non facile determinazione, e permette di ovviare all’assenza di serie storiche di prezzi azionari per la definizione di un *premio per il rischio azionario*, fattispecie assai ricorrente in Paesi in via di sviluppo.

⁸ Il metodo citato è usato nei processi di valutazione da parte di alcune banche d’affari internazionali. Si veda a tal proposito K. Gardiner, HSBC, *Global Equity Risk Premia Global Research*, 2005 e M.Precious, I. McLennan, UBS, *Equity Risk Premium: A poor predictor of returns*, Investment Research, Global Equity Strategy, 2005.

Le fonti dei dati per l'analisi sono il database Bloomberg in merito ai rendimenti dei *bond* emessi dal Paese estero⁹ ed il dividendo medio di mercato, le statistiche fornite dall'OCSE per le stime del PIL e dell'inflazione attesa nel Paese di riferimento. Il beta inserito nella formula di calcolo è assunto pari a 1 per riflettere un rischio generale del mercato.¹⁰

(inserire Tabella 1.)

4. I risultati dell'analisi

I valori emersi dall'analisi hanno permesso di evidenziare valori del costo del capitale in alcuni casi molto difforni dalle aspettative iniziali. Alcuni Paesi per i quali era ipotizzabile un costo del capitale relativamente più basso, segnatamente Russia e Turchia, si sono rilevati più rischiosi del previsto. Ciò può essere ricondotto all'insieme di fattori che elevano il rischio di questi Paesi.

(inserire Tabella 2.)

Per esaminare in dettaglio i risultati è utile considerare in prima istanza il dato rilevato per il Giappone che è stato inserito in qualità di *benchmark* dell'area asiatica. Il valore del costo del capitale è contenuto (3,5%) in quanto ci troviamo di fronte ad una realtà governata da una solida democrazia, da un sistema economico consolidato, da un sistema burocratico ritenuto trasparente, da bassi livelli di corruzione e da un diffuso rispetto per le istituzioni, che contribuiscono a ridurre i rischi percepiti da chi sceglie questa nazione come mercato finale per i propri investimenti.

L'analisi comparata degli ulteriori contesti economici permette di affrontare alcuni approfondimenti. Il valore del costo del capitale che è stato stimato per la Cina (12,6%) è ben più elevato della Corea del Sud (8,6%), di Hong Kong (9,8%), di Singapore (8,8%) e di Taiwan (9%), in quanto riflette una molteplicità di fattori che ne fanno aumentare la rischiosità. Tali fattori sono riconducibili alle limitazioni agli investimenti di capitale straniero, alla instabilità della struttura democratica, all'irrisolto problema dei diritti civili, alla costante presenza dello Stato nell'economia nonché all'annosa questione delle relazioni diplomatiche con lo Stato

⁹ Nella definizione del *bond* emesso dal Paese estero si è fatto riferimento ai titoli di Stato con durata di dieci anni laddove disponibile, alternativamente sono state selezionati rendimenti dei titoli con scadenze di medio-lungo termine (3,5 o 7 anni).

¹⁰ Nel caso di applicazione di tale metodologia ad un settore specifico, il beta andrebbe corretto per incorporare le specifiche rischiosità settoriali nella logica della loro relazione con il rischio di mercato sistematico.

di Taiwan. Fattori positivi sono il graduale aumento della domanda interna, la vastità e l'eterogeneità del mercato e il fortissimo sviluppo che interessa principalmente i settori dei giocattoli, del tessile, dell'abbigliamento, delle calzature, dell'auto e dei prodotti metallici. Una crescita molto imponente ha poi caratterizzato il settore *high tech*, portando le aziende cinesi di questo settore a trasformarsi in esportatori di capitale e di tecnologie. Anche il sistema bancario ha subito una forte modernizzazione favorendo soprattutto l'ingresso di capitale straniero. Il sistema bancario sud coreano ha conosciuto una analogia dinamica. Dopo la crisi del 1997-1998, la Sud Corea si è sottoposta ad un progressivo ammodernamento divenendo il sistema più aperto, in termini di flussi di capitale straniero, di tutta l'Asia. Sebbene la Corea del Sud abbia dimostrato un'intensa crescita dalla fine della guerra, al suo interno rimangono irrisolti alcuni problemi come il controllo dell'economia da parte dello Stato attraverso le *Chaebol*, le grandi conglomerate attive in tutti i settori vitali. Nonostante il costo del capitale risulti inferiore rispetto alla Cina esso appare mediamente elevato. Ciò è da attribuirsi da un lato alle dimensioni più contenute del mercato ed alla maggiore omogeneità della società, dall'altro alla domanda interna stagnante, ad un basso livello dei consumi, ma più di tutto alla scarsa trasparenza dei sistemi contabili, al protezionismo dei vertici aziendali (il più delle volte imposti dal governo) a spese degli azionisti di minoranza, ad una malcelata ostilità per gli stranieri e ad una gestione finanziaria non particolarmente equilibrata. Inoltre in Corea del Sud è ancora irrisolto il problema degli armamenti nucleari nord coreani, che rappresenta una continua minaccia. Singapore e Taiwan presentano valori simili. Singapore è spesso definita la "Svizzera dell'Asia", dove coesistono stabilità politica ed una economia di libero scambio, efficienza nei servizi, soprattutto finanziari, e un sistema bancario di assoluto rilievo e comparabile ai Paesi più evoluti dell'Occidente. I problemi che posizionano il valore del costo del capitale a quota 8,8% sono da attribuirsi al forte peso dell'export sul PIL, alla presenza di un governo autoritario, con la prevalenza di un partito unico, alla composizione multi-etnica della società ed a rapporti difficili con lo Stato della Malesia. Il costo del capitale di Taiwan (9%) riflette principalmente il problema dei rapporti politici con la Cina. Ciò genera preoccupazione negli imprenditori, che potrebbero vedere annullato il valore dei propri investimenti nel caso in cui dovesse rianimarsi una disputa tra le due nazioni. Tali preoccupazioni sono mitigate dall'ottimo profilo di crescita economica che Taiwan sta mostrando nel corso degli anni: ad una prima fase caratterizzata da una crescita della produzione industriale basata sul basso costo della manodopera e su buoni livelli di specializzazione, soprattutto nell'elettronica e nella produzione di componenti hardware per l'informatica, si è passati ad una progressiva esternalizzazione delle produzioni a minor valore aggiunto all'area più povera del Sudest asiatico, assumendo un ruolo, soprattutto finanziario e da protagonista. Hong Kong si caratterizza per l'elevato grado di diversità strutturale dalla vicina Repubblica Popolare Cinese e per dinamiche assimilabili a quelle proprie di un Paese occidentale. Ciò è dovuto agli effetti generati dalla lunga presenza britannica sul territorio. I vantaggi competitivi di questa nazione restano il rapporto privilegiato con la Cina, con i Paesi industrializzati dell'Occidente e dell'Estremo Oriente, la

presenza di un sistema giuridico basato sulla *common law* britannica ed un governo stabile. Il know-how in termini di servizi finanziari e commerciali rappresenta la maggiore forza d'attrazione di capitali stranieri: i due settori rappresentano ad oggi circa il 90% del PIL nazionale. Questo rilievo può indicare la grande efficienza del sistema bancario, ma allo stesso tempo è possibile immaginare gli effetti devastanti che potrebbe generare la crisi di tale sistema sull'economia di Hong Kong. Tutto ciò si traduce in una media affidabilità che gli investitori internazionali possono riconoscere ad Hong Kong, riflessa da un costo del capitale da noi stimato attorno al 9,8%.

Le Filippine presentano una fra le peggiori situazioni dei Paesi asiatici. L'economia delle Filippine è ritenuta la più debole dell'Asia, a causa di una forte instabilità politica, ai frequenti tentativi di colpi di stato, alla diffusa corruzione in tutti i livelli della burocrazia, alla forte crescita demografica e all'elevato livello di debito pubblico. Il 50% del PIL è generato dal settore dei servizi, il tessuto industriale è molto debole a seguito della riduzione della domanda per i componenti elettronici, punto di forza dell'industria filippina, insieme al tessile e al petrolchimico. Il Paese dipende in maniera sostanziale dalla propria comunità di emigranti, una delle più numerose al mondo; ed è proprio grazie al grosso quantitativo di denaro retrocesso in patria che il saldo delle partite correnti è in equilibrio. Il quadro di questo Paese fa emergere una situazione economica decisamente non rosea, che si traduce in un valore del costo del capitale del 17,8%. Nonostante ciò, il Paese è stato inserito nel campione come nazione con buoni potenziali di crescita in vista di una serie di riforme strutturali che il governo ha intenzione di attuare per garantire degli standard di sviluppo internazionali.

La Thailandia e la Malesia presentano valori del costo del capitale pressoché identici, pari al 12,10% il primo e pari al 12,20% il secondo, sebbene siano caratterizzate da condizioni economiche differenti. L'economia thailandese solo negli ultimi tre anni sta risollemandosi dalla congiuntura negativa scatenata dalla crisi asiatica del 1997-1998 che arrestò la forte crescita iniziata nel 1983. Gli ultimi anni sono da considerarsi fondamentali per la ripresa dell'economia, infatti il sistema finanziario ha subito una modernizzazione, specializzandosi in alcuni settori e manifestando una graduale apertura ai capitali stranieri. L'export, insieme al turismo, costituisce la voce più importante del PIL, anche se ha subito delle consistenti variazioni dovute alla variabilità del Baht (moneta locale) e alla presenza della Cina, in grado di offrire gli stessi prodotti a prezzi più competitivi. Altre motivazioni alla base del costo capitale thailandese possono essere ricercate nella situazione politica¹¹. La Malesia è stata

¹¹ In Thailandia coesistevano, fino a poco tempo fa, un monarca molto conservatore, Bhumibol, sostenitore della teoria economica della sufficienza ("*non poveri e non ricchi, ma virtuosi e felici*") e un ex primo ministro, Thaksin, primo imprenditore al governo, liberale e moderato, che aveva avviato un profondo processo di modernizzazione dell'economia thailandese, attraverso l'ascesa sociale delle campagne, un programma di sovvenzioni per la nascita di nuove imprese, una moratoria sui debiti e l'offerta di servizi sanitari a costi bassissimi. I presupposti erano ottimi, ma i risultati sono stati assai inferiori alle aspettative. La politica di Thaksin ha generato corruzione, disordini sociali, fomentato il separatismo islamico nei distretti del sud del Paese. L'evento che ha provocato il forte dissenso della

oggetto, negli ultimi dieci anni, di una fortissima crescita, non solo economica, ma soprattutto sociale, politica e del senso civico, grazie al cambio della leadership di governo avvenuta nel 2004. Uno degli obiettivi del nuovo governo è la lotta alla corruzione, che è da considerarsi come una delle cause della stagnazione economica del Paese. Il 30% circa della popolazione è cinese, elemento che favorisce i rapporti con la Cina. Non bisogna però dimenticare la presenza del fondamentalismo islamico, che più volte ha provocato disordini nel Paese.

Il valore del costo del capitale del 13,6% stimato per l'India sembra riflettere non tanto una situazione di instabilità politica ma la carenza di una solida infrastruttura di sostegno allo sviluppo economico. L'India, sia per dimensioni che per potenzialità, è da alcuni osservatori indicata come una delle future primarie potenze mondiali. Ciò che riduce allo stato attuale l'impatto dell'espansione economica è l'alto tasso di crescita demografica e la presenza ancora imponente del settore agricolo e rurale. Negli ultimi anni si sono registrati dati positivi. Il più importante è la crescita del reddito medio pro-capite che spinge la popolazione a domandare beni di consumo differenti per importanza e per tipologia. Ciò testimonia il cambiamento di rotta che sta interessando l'intero Paese e la volontà di avvicinarsi agli standard di vita occidentali.

L'Indonesia presenta caratteristiche del tutto diverse dai Paesi fin qui esaminati. Con un costo del capitale del 13,9% si pone sul medesimo livello dell'India. Il valore elevato può essere attribuito a due principali problematiche: il fondamentalismo islamico e la scarsa capacità del governo di creare condizioni di attrattività per i capitale stranieri. Attualmente il 40% del PIL deriva all'export ma si segnala una esigua presenza di IDE. Gli obiettivi principali del governo sono di creare delle condizioni che valorizzino le materie prime di cui l'Indonesia è ampiamente dotata e di creare i presupposti per attrarre maggiori flussi di IDE.

Per ciò che concerne la Russia, il governo si sta muovendo sulla base di un piano programmatico che ha al primo posto un forte aumento della produttività, la riduzione dei consumi energetici ed una accresciuta competitività di tutto il sistema, prospettando un livello di sviluppo dell'economia al 5-6% annuo. Sebbene ci siano questi brillanti propositi, il valore stimato del costo del capitale si attesta a quota 18%. Le cause possono essere identificate nel deficit di legalità, nell'inefficienza dell'apparato burocratico e nella preponderante presenza dello Stato nell'economia, soprattutto nel settore energetico. Non meno importante è la questione cecena, che rappresenta una spina nel fianco e che mina la stabilità della Federazione.

La Turchia sta facendo registrare un tasso di crescita del PIL del 7,4% annuo ed un tasso d'inflazione del 5,4%, ma nonostante ciò ha un valore del costo del capitale molto elevato, pari al 19,7%. L'alto valore è riconducibile all'elevato grado di corruzione ed all'inefficienza dello Stato turco. Forti spese militari e un apparato burocratico soffocante e pronò alle distribuzioni di favori, hanno causato in passato

popolazione è stata la vendita del pacchetto di controllo della Shin Corp., colosso delle telecomunicazioni di proprietà della famiglia Thaksin, alla Temasek di Singapore.

pesanti disavanzi, il cui servizio ha reso molto difficile il risanamento del debito pubblico. Ad aggravare ancora di più la situazione è la denominazione in valuta estera del debito pubblico. Allo stesso tempo diversi passi in avanti sono stati compiuti. Ad esempio il miglioramento dei rapporti nei confronti della minoranza curda che nel 2001 fu causa di una guerra civile, l'abolizione della pena di morte ed i rapporti improntati alla distensione con la vicina Grecia. L'apertura dei dialoghi con gli stati membri dell'UE per un suo futuro ingresso all'interno dell'Unione Europea hanno portato la Turchia ad adottare misure che la facessero avvicinare sempre più agli standard occidentali. Gli imprenditori locali si stanno orientando verso il mercato UE e verso prodotti più sofisticati, quali autoveicoli e macchinari, distanziandosi dal tradizionale settore tessile. Grazie alla sua posizione geografica, a cavallo tra Occidente ed Oriente, rappresenta il punto di snodo per gli approvvigionamenti energetici europei, nonché un fornitore di know-how finanziario e di capitali per il mondo islamico.

Infine l'analisi ha preso anche in considerazione le tre economie baltiche che hanno fatto registrare negli ultimi anni un andamento economico positivo: Estonia, Lettonia e Lituania. Ciò che accomuna i Paesi baltici, e che rappresenta anche il loro punto di forza, è la presenza di una manodopera a basso costo ed un ottimo settore dell'*information technology*. L'Estonia con un tasso di crescita del PIL pari al 9,8% ed un livello dell'inflazione pari al 6,2%, è entrata a far parte dell'UE nel Maggio 2006 ed è considerata una delle economie baltiche più sviluppate, anche se ha subito una forte crisi nel settore manifatturiero successiva al frazionamento dell'Unione Sovietica che rappresentava il principale mercato di sbocco. Il controllo del governo nell'economia, così come in Lituania, si è gradualmente ridotto lasciando il posto ad una classe imprenditoriale molto efficiente. In Lituania il governo ha proceduto ad un forte processo di privatizzazione, che ha visto coinvolto sia il settore energetico che l'azienda di aerotrasporti nazionale; oggi il settore privato produce l'80% del PIL. Diversa è la situazione della Lettonia, dove lo Stato conserva ancora una posizione importante nell'economia. Qui però, accanto a servizi altamente tecnologici e alla manodopera a basso costo, è molto sviluppata l'industria del legname, di macchine utensili, il tessile e l'alimentare che lavorano soprattutto su commessa per i Paesi del Nord Europa.

(*inserire Figura 1.*)

5. Conclusioni ed implicazioni per l'analista

Le stime del costo del capitale per valutazioni di attività aziendali internazionalizzate elaborate nella ricerca forniscono un esempio di applicazione delle metodologie utilizzate dai *practitioner*. Il costo del capitale è un elemento di natura finanziaria

che si accompagna alle altre variabili che sono normalmente considerate nelle valutazioni di aziende multinazionali. Tale indicatore è di particolare rilevanza poiché riassume in un unico dato una serie di fattori che entrano in gioco nelle attività di impresa condotte all'estero, come i fattori di stabilità politica e macroeconomica, e che possono avere un forte impatto sul successo delle iniziative. Spesso tali fattori sono considerati solo da un punto di vista meramente qualitativo oppure senza un adeguato approfondimento. Ciò determina una possibile sottovalutazione delle rischiosità insite nell'avvio di processi economici internazionali. I risultati della ricerca hanno mostrato come alcuni Paesi esteri verso cui si sono orientati gli investimenti internazionali mostrino rischiosità elevate o superiori alle attese. Lo sforzo interpretativo ha permesso di focalizzare alcuni fattori alla base dei risultati che spiegano come siano le variabili di portata generale ad elevare il costo del capitale per determinati Paesi. Un'attenta ponderazione di questi fattori di rischio, condotta anche attraverso misure indicative come quelle qui proposte, è utile per migliorare la stima valutativa ed il grado di incidenza del rischio internazionale sul valore aziendale. In molti casi riportati da fonti giornalistiche si osservano comportamenti aziendali rivolti allo sfruttamento nel breve periodo di tassi di rendimento più elevati garantiti proprio dai fattori di rischio di alcuni Paesi esteri, si pensi ad esempio al fenomeno della delocalizzazione produttiva per lo sfruttamento di fattori quali il basso costo della manodopera e la dinamica dei cambi. L'opportunità di sfruttare tali differenziali di rendimento nel breve periodo dovrebbe essere ponderata per la rischiosità dei medesimi fattori che potrebbero annullare nel tempo i benefici estraibili nel breve termine e porre fine all'iniziativa economica. Per questo motivo la definizione di una misura del costo del capitale ed il suo calcolo, come nella metodologia proposta, può fornire all'analista uno strumento idoneo alla corretta valutazione dell'impresa e ad una congrua composizione del Giudizio Integrato di Valutazione (Guatri, 2004).

Bibliografia

Belkaoui A., *Multinational Management Accounting*, Quorum Books, 1991

Damodaran A., *Applied Corporate Finance: A Users's Manual*, Wiley and Sons, New York, 2006.

Dalocchio M., Salvi A., *Finanza d'Azienda*, Egea, Milano, 2005.

Eiteman D.K., Stonehill A.I., Moffett M.H., *Multinational Business Finance*, Pearson International Edition, 11th edition, 2007, p.584.

- Gardiner K., HSBC, *Global Equity Risk Premia Global Research*, 2005.
- Guatri L., Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, 2005.
- Koedijk K., Kool C.J.M., Schotman P., Van Dijk M. A., *The Cost of Capital in International Financial Markets, Local or Global?*, Working Paper, Centre for Economic Policy Research, London, 2001.
- Lee C., Ng D., Swaminathan B., *The Cross Section of International Cost of Capital*, Working Paper, 2003.
- Pereiro L.E., *Valuation of Companies in Emerging Markets. A Practical Approach*, New York, Wiley Finance, 2002.
- Precious M., McLennan I., UBS, *Equity Risk Premium: A poor predictor of returns*, Investment Research, Global Equity Strategy, 2005.
- Sabal J., *Financial Decisions in Emerging Markets*, Oxford, Oxford University Press, 2002.

Tabella 1. Le principali determinanti del costo del capitale

n°	Paesi	<i>Dividend Yield</i>	Inflazione attesa	gPIL atteso	R_f	MRP
1	Cina	11,36%	2,00%	9,50%	3,0%	9,6%
2	Corea del Sud	8,04%	2,60%	5%	4,8%	3,8%
3	Estonia	15,62%	2,50%	7,00%	3,80%	13,30%
4	Filippine	15,98%	6%	5,80%	6,1%	11,7%
5	Giappone	3,38%	0,30%	2,10%	1,7%	1,8%
6	Hong Kong	9,25%	2,00%	4,00%	3,8%	6,0%
7	India	12,09%	4,20%	8,50%	7,6%	6,0%
8	Indonesia	12,32%	6,00%	6,40%	10,6%	3,3%
9	Lettonia	11,33%	6%	7,50%	4,20%	8,60%
10	Lituania	9,62%	3,30%	5,80%	4,26%	6,24%
11	Malesya	11,16%	3,30%	6,00%	3,7%	8,5%
12	Russia	15,78%	8,00%	6,00%	5,6%	12,4%
13	Singapore	8,18%	1,90%	5,00%	3,0%	5,8%
14	Taiwan	8,56%	0,80%	4,40%	2,0%	7,0%
15	Thailandia	11,16%	4,00%	4,50%	5,0%	7,1%
16	Turchia	17,80%	5,00%	5,90%	16,0%	3,7%

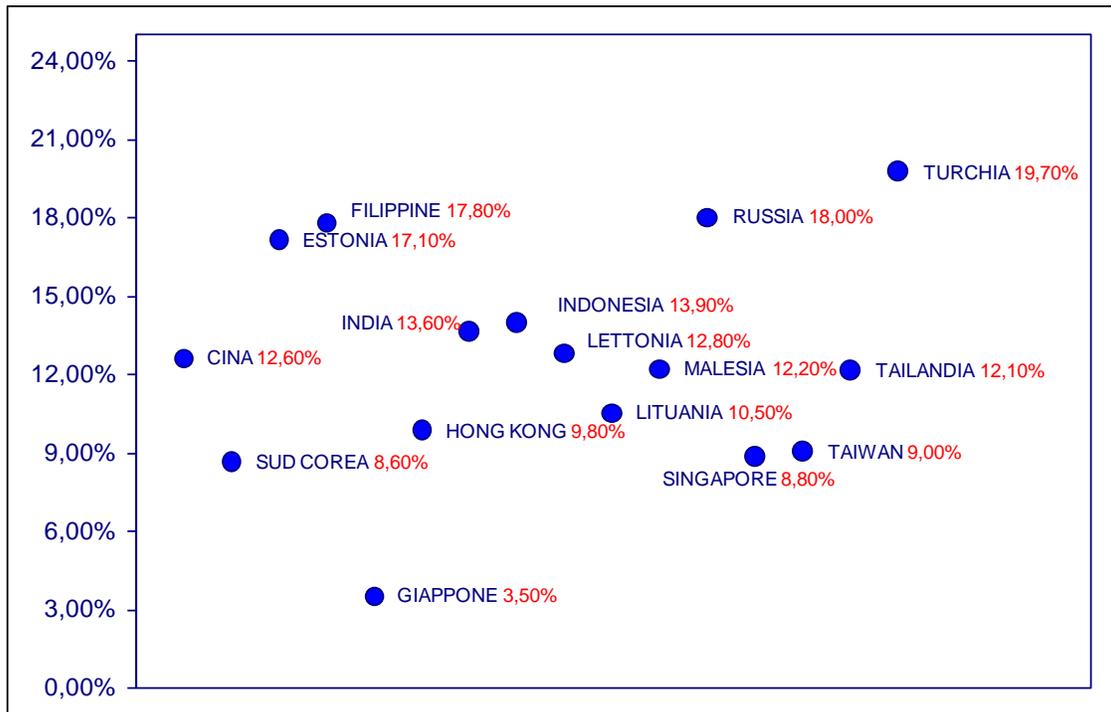
Fonte: Elaborazione propria su dati OCSE e Bloomberg (2006).

Tabella 2. Il costo del capitale nei Paesi oggetto dell'analisi

n°	Paesi	R_f	MRP	c.o.e.
1	Cina	3,00%	9,60%	12,60%
2	Sud Corea	4,80%	3,80%	8,60%
3	Estonia	3,80%	13,30%	17,10%
4	Filippine	6,10%	11,70%	17,80%
5	Giappone	1,70%	1,80%	3,50%
6	Hong Kong	3,80%	6,00%	9,80%
7	India	7,60%	6,00%	13,60%
8	Indonesia	10,60%	3,30%	13,90%
9	Lettonia	4,20%	8,60%	12,80%
10	Lituania	4,26%	6,24%	10,50%
11	Malesia	3,70%	8,50%	12,20%
12	Russia	5,60%	12,40%	18,00%
13	Singapore	3,00%	5,80%	8,80%
14	Taiwan	2,00%	7,00%	9,00%
15	Tailandia	5,00%	7,10%	12,10%
16	Turchia	16,00%	3,70%	19,70%

Fonte: Elaborazione propria su dati OCSE e Bloomberg (2006).

Figura 1. Mappatura del costo del capitale nei Paesi oggetto dell'analisi



Fonte: Elaborazione propria (2007).