
Le scelte di struttura finanziaria delle pmi calabresi.

Daniele Monteforte

UNIVERSITÀ DELLA CALABRIA



CAMPUS DI ARCAVACATA

15 Giugno 2004
Castello Altafiumara
Villa S. Giovanni RC

Dipartimento di O.A.A.P



Caratteristiche peculiari delle pmi

- Modello di *governance*
- Finalità imprenditoriali spesso orientate alla crescita dimensionale con conseguenti fenomeni di *over-investment*.
- Basso potere contrattuale sia nei mercati di sbocco che nell'acquisizione dei fattori produttivi.
- Struttura organizzativa formale e spesso chiusa verso gli stimoli “ambientali”.
- Orientamento alla funzione produttiva.

Caratteristiche peculiari delle pmi (2)

E dal punto di vista finanziario?

- La funzione finanziaria, se esiste, viene generalmente considerata fonte di costo.
- Mancanza di una corretta analisi e programmazione degli investimenti.
- Elevato costo del capitale, utilizzo limitato di fonti alternative di capitale, sbilanciamento verso il debito (in particolar modo verso quello a breve termine).
- Maggiore propensione al fallimento.

Oltre a tutto questo le imprese calabresi si distinguono per il fatto di operare in un contesto “ostile”.

Caratteristiche peculiari delle pmi

- Definizione di pmi accolta dall'Unione Europea (GUCE L. 107 del 30/04/1996): a) un numero di dipendenti inferiore a 250; b) fatturato inferiore 40 mln Euro, o totale attivo non superiore a 27 mln Euro; c) indipendenza da altre imprese (partecipazione inferiore al 2%).
- Modello di *governance*.
- Finalità imprenditoriali spesso orientate alla crescita dimensionale con conseguenti fenomeni di *over-investment*.
- Basso potere contrattuale sia nei mercati di sbocco che nell'acquisizione dei fattori produttivi.
- Struttura organizzativa formale e spesso chiusa verso gli stimoli "ambientali".
- Orientamento alla funzione produttiva.

Caratteristiche peculiari delle pmi

E dal punto di vista finanziario?

- La funzione finanziaria, se esiste, viene generalmente considerata fonte di costo. Esiste un direttore finanziario?!!
- Mancanza di una corretta analisi e programmazione degli investimenti. Capital budgeting: “questo sconosciuto”.
- Elevato costo del capitale, utilizzo limitato di fonti alternative di capitale, sbilanciamento verso il debito (in particolar modo verso quello a breve termine).
- Maggiore propensione al fallimento (ma non per le imprese a carattere familiare! Come mai?).
- Razionamento del capitale: debito/equity.

Caratteristiche peculiari delle pmi

- Maggior grado di rischiosità a prescindere dalle caratteristiche proprie del business di riferimento.
- Maggiore **variabilità** dei profitti rispetto alle imprese di maggiori dimensioni: diversificazione industriale, diversificazione geografica, cross-subsidization.
- **Controversi** gli studi sul grado di “profitability” delle PMI.
- **Spesso** le PMI presentano coefficienti di payout minori rispetto alle grandi imprese.

Alcune delle conclusioni riguardanti le caratteristiche delle PMI vengono fortemente criticati per una serie di ragioni: mancanza di separazione principal/agent, bassa affidabilità dei dati contabili, caratteristiche del ciclo di vita, ecc.

Caratteristiche peculiari delle pmi

- Da un recente rapporto (OCSE 2000) risulta che il peso delle PMI in Europa continua a crescere: 95% della popolazione complessiva delle imprese e 65% della forza lavoro.
- Si rafforza il paradigma “*SMALL IS BEAUTIFUL*”.
- Sposare un modello “vincente” non significa accettarne passivamente limiti ed errori: dal punto di vista finanziario è necessario ridefinire i modelli di *financial management* con riferimento alle dimensioni aziendali.

Ultima premessa

- Le caratteristiche delle PMI variano molto in funzione di:
 - Locazione geografica, contesto imprenditoriale e cultura d'impresa;
 - Aspirazioni dell'imprenditore o del management (massimizzazione del valore piuttosto che appagamento psico-sociologico);
 - Fase del ciclo di vita: *start-up* piuttosto che *ongoing stage* o *maturity*.
- Sarà evidente, in particolar modo nelle scelte di struttura finanziaria, come quest'ultimo punto riveste un'enorme importanza nel determinare i modelli di financial management.

Obiettivo della ricerca

Analizzare la relazione fra struttura finanziaria e ciclo di vita dell'impresa alla luce di potenziali problemi di agenzia e asimmetria informativa.

Prospettive d'analisi: Trade off *vs* Ordine di scelta

- Linee essenziali della ricerca: ruolo delle asimmetrie informative (Berger-Udell 1998), scelte di finanziamento e ciclo di vita (Fluck 2000).
- Pochi approfondimenti empirici sulle scelte di struttura finanziaria nelle pmi, che rappresentano il 95% delle imprese europee.

Le imprese analizzate

È stata applicata la definizione di pmi accolta dall'Unione Europea (GUCE L. 107 del 30/04/1996): a) un numero di dipendenti inferiore a 250; b) fatturato inferiore 40 mln Euro, o totale attivo non superiore a 27 mln Euro; c) indipendenza da altre imprese (una partecipazione inferiore al 2%)

Bilanci di 72 imprese calabresi dal 1996 al 2000 (le stesse imprese per tutto il periodo oggetto d'analisi) estratti da Aida. I dati sono stati incrociati con quelli offerti da FinCalabria.

Quale Leverage?

dire due parole sulla differenza fra settori

		1996	1997	1998	1999	2000	Media
<u>Tot. Debiti</u>	media	0,721	0,725	0,72	0,7	0,711	0,716
	mediana	0,72	0,734	0,76	0,74	0,758	0,747
Tot. Attività	sqm/media	0,265	0,251	0,268	0,293	0,276	0,27
<u>Debiti Finanziari</u>	media	0,571	0,596	0,588	0,596	0,592	0,589
	mediana	0,593	0,598	0,623	0,602	0,585	0,599
(Deb.Fin. + Equity)	sqm/media	0,469	0,409	0,422	0,453	0,421	0,433
<u>Debiti Fin.Netti</u>	media	0,323	0,439	0,357	0,359	0,311	0,358
	mediana	0,5	0,556	0,521	0,517	0,505	0,523
(Deb.Fin. + Equity)	sqm/media	2,015	1,226	1,877	1,897	2,688	1,899
Grado di copertura degli oneri finanziari	media	2,843	3,264	3,314	3,923	3,444	3,358
	mediana	1,953	2,22	2,487	3,185	2,481	2,439
	sqm/media	1,236	0,873	0,836	0,734	1,08	0,945

Leverage & età delle imprese

Imprese giovani e in fase di crescita

vs imprese mature e con business consolidato

Le imprese, così come riportato da Brew, Genay, Jackson e Worthington (1996), sono divise in imprese giovani e in crescita (da 0 a 10 anni – 16 imprese) ed imprese in fase di consolidamento del *business* e mature (oltre 10 anni – 56 imprese).

Età delle imprese (anni)	<u>Tot Debiti</u> <i>Tot Attivo</i>	<u>DebFinanziari</u> <i>(DebFin + Equity)</i>	<u>DebFinNet</u> <i>(DebFin + Equity)</i>	<u>Copertura</u> <i>Oneri Fin.</i>
<u>fino a 10 anni</u>				
media	0,812	0,692	0,468	3,528
mediana	0,877	0,821	0,735	2,358
sqm/media	0,235	0,405	1,368	0,847
<u>oltre 10 anni</u>				
media	0,688	0,559	0,326	3,308
mediana	0,703	0,577	0,482	2,466
sqm/media	0,267	0,428	2,113	0,976

Ipotesi di Ricerca (1)

- Ipotesi 1.a (ciclo di vita): imprese giovani usano meno debito; il leverage aumenta nella fase di consolidamento e maturità del business (Kaplan-Stromberg 2002, Fluck 2000, Chittenden et al. 1996, Metallo-Pencarelli 1995).
- Ipotesi 2.a (reputazione): una reputazione positiva aumenta la convenienza nell'uso di debito. La reputazione riduce problemi di *asset substitution* (o *risk-shifting*) (Diamond 1989). Imprese giovani senza reputazione fanno scarso uso di debito in quanto il costo del capitale sarebbe troppo alto.

Ipotesi di Ricerca (2)

- Ipotesi 1.b (inverso del ciclo di vita): in fase di start-up le imprese utilizzano il debito bancario in quanto necessitano delle competenze e capacità di consulenza delle banche (Berger-Udell 1998).
- Ipotesi 2.b (inverso della reputazione): Imprese giovani creano una reputazione positiva (da spendere nel mercato dei prodotti) sottoponendosi all'attività di controllo delle banche (Diamond 1991). Le banche producono informazioni sulla qualità delle imprese (Berger, Udell 1998) fornendo attività di *of screening*, *contracting* e *monitoring* (Caroli 1995).

Ipotesi di Ricerca (3)

- Ipotesi 3 (teoria dell'ordine di scelta): le imprese preferiscono usare risorse finanziarie interne piuttosto che debito (Myers 1984, Myers-Majluf 1984, Berger-Udell 1998, Chittenden et al. 1996, Michaelas et al. 1999).
- Ipotesi 4: la dimensione aziendale è legata positivamente al leverage (probabilità inversa di fallimento (Warner 1977, Smith-Warner 1979, Pettit-Singer 1985, Chittenden et al. 1996).
- Ipotesi 5: la tangibilità delle attività è legata positivamente al leverage (Berger-Udell 1998, Chittenden et al. 1996, Michaelas et al. 1999).

Analisi empirica: variabili

Variabile dipendente:

- Leverage Finanziario

Variabili esplicative:

- Dummy età dell'impresa = 1 più di 10 anni ; 0 altrimenti
- Risorse monetarie generate dalla gestione corrente = (Mol / Vendite)
- Dimensione dell'impresa = Ln (tot attivo)
- Tangibilità dell'attivo = (Immobilizz.Materiali/ tot attivo)
- Controllo per anno e settore

Statistiche descrittive

	<i>dummy età impresa</i>	<i>ebitda / Vendite</i>	<i>ln(tot dimensione attivo)</i>	<i>tangibility</i>	<i>dummy settore</i>
media	0,775	0,064	8,709	0,472	0,717
mediana	1	0,053	8,676	0,485	1
sqm	0,418	0,063	0,749	0,211	0,451
minimo	0	-0,302	6,801	0,03	0
massimo	1	0,414	11,19	0,939	1
numero	360	360	360	360	360

Modello econometrico

■ MODELLO A:

Leverage = $b_0 + b_1$ (Dummy età dell'impresa) + b_2 (Mol / vendite) + b_3 Dimensione Attivo + b_4 Tangibilità Attivo + b_5 Dummy(Settore) + e

■ MODELLO B:

Leverage = $b_0 + b_1$ (Dummy età dell'impresa) + b_2 (Mol / vendite) + b_3 (Dummy età dell'impresa) * (Mol / vendite) + b_4 Dimensione Attivo + b_5 Tangibilità Attivo + b_6 Dummy(Settore) + e

■ MODELLO C:

Leverage = $b_0 + b_1$ (Dummy età dell'impresa) + b_2 (Ebitda / vendite) + b_3 (Mol / sales)² + b_4 (Dummy età dell'impresa) * (Ebitda / vendite) + b_5 (Dummy età dell'impresa) * (Mol / vendite)² + b_6 Dimensione Attivo + b_7 Tangibilità Attivo + b_8 Dummy(Settore) + e

Qui creo un differente effetto animazione facendoli entrare in sequenza e spiegandoli.

Modello A - Risultati

Coefficienti						
	1	2	3	4	5	6
intercetta	0,692***	0,728***	0,645***	0,615***	0,544***	0,672***
<i>dummy</i> età impresa	-0,133***	-0,111***	-0,114***	-0,120***	-0,112***	-0,103***
<i>ebitda</i> /vendite		-0,824***	-0,848***	-0,850***	-0,802***	-0,709***
dimensione ln(totale attivo)			0,01	0,012	0,016	0,017
<i>tangibility</i>				0,042	0,033	0,023
<i>dummy</i> settore					0,04	0,044
<i>dummy</i> 1996						-0,014
<i>dummy</i> 1997						0,018
<i>dummy</i> 1998						0,006
<i>dummy</i> 1999						0,018

*, **, ***, indicano il rispettivo livello di significatività al 10, 5 e 1 percento.

R^2 corretto	0,045	0,083	0,081	0,08	0,081	0,088
test F	18,006	17,197	11,543	8,754	7,363	4,485
significativita' del test F	0	0	0	0	0	0

Modello B - Risultati

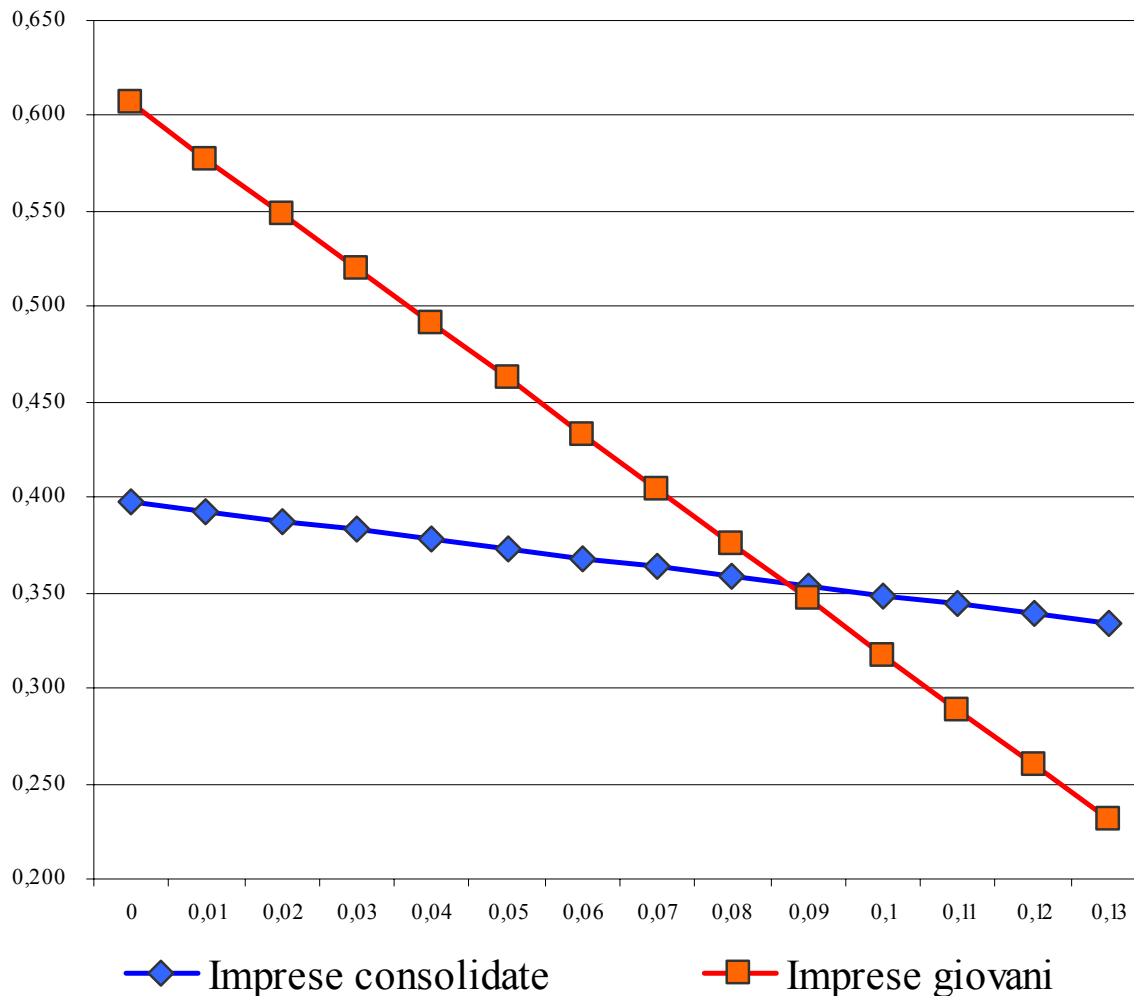
	Coefficienti						
	1	2	3	4	5	6	7
intercetta	0,69***	0,728***	0,815***	0,709***	0,681***	0,608***	0,607***
<i>dummy</i> età impresa	-0,13***	-0,11***	-0,20***	-0,21***	-0,21***	-0,21***	-0,20***
<i>ebitda</i> / vendite		-0,82***	-2,84***	-2,92***	-2,91***	-2,88***	-2,88***
(<i>ebitda</i> / vendite) * <i>dummy</i> età impresa			2,129**	2,182**	2,168**	2,189**	2,178**
dimensione ln(totale attivo)				0,013	0,015	0,019	0,018
<i>tangibility</i>					0,039	0,03	0,029
<i>dummy</i> settore						0,041	0,042
<i>dummy</i> 1996							-0,013
<i>dummy</i> 1997							0,019
<i>dummy</i> 1998							0,007
<i>dummy</i> 1999							0,019

*, **, ***, indicano il rispettivo livello di significatività al 10, 5 e 1 percento.

R ² corretto	0,05	0,08	0,09	0,09	0,09	0,092	0,08
test F	18,01	17,2	13,29	10,09	8,13	7,098	4,31
sign test F	0	0	0	0	0	0	0

Modello B - Risultati

Leverage
Finanziario



Ebitda
Vendite
Risorse finanziarie
autogenerate

Modello C - Risultati

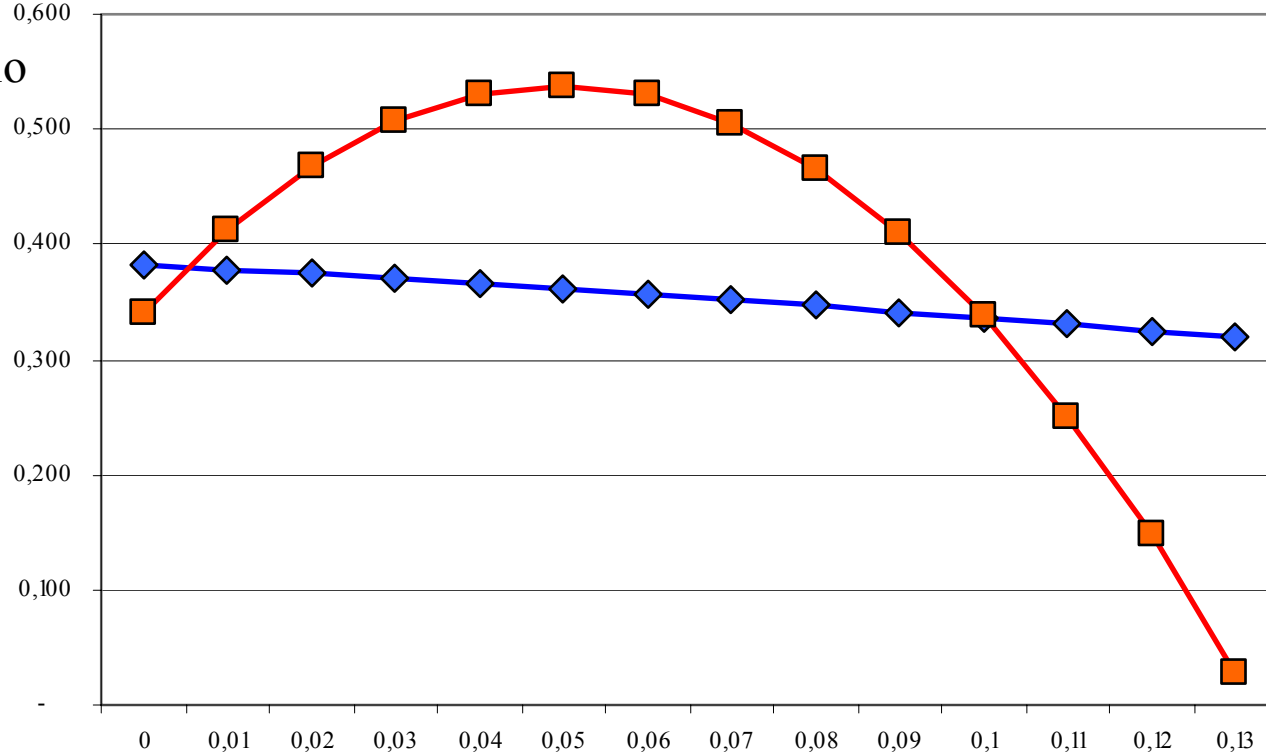
	Coefficienti						
	1	2	3	4	5	6	7
intercetta	0,692***	0,728***	0,719***	0,560**	0,421**	0,419**	0,341*
<i>dummy</i> età impresa	-0,133**	-0,11***	-0,10***	0,046	0,04	0,039	0,042
<i>ebitda</i> / vendite		-0,82***	-0,486*	8,12***	8,06***	8,03***	7,90***
(<i>ebitda</i> / vendite) ²			-2,11**	-80,2***	-80,5***	-80,3***	-79,2***
(<i>ebitda</i> / vendite) * (<i>dummy</i> età)				-8,52***	-8,48***	-8,45***	-8,28***
(<i>ebitda</i> / vendite) ² * (<i>dummy</i> età)				78,26***	78,49***	78,29***	77,14***
dimensione ln(totale attivo)					0,017	0,017	0,021
<i>tangibility</i>						0,003	-0,005
<i>dummy</i> settore							0,038
<i>dummy</i> 1996							0
<i>dummy</i> 1997							0,024
<i>dummy</i> 1998							0,011
<i>dummy</i> 1999							0,025

*, **, ***, indicano il rispettivo livello di significativita' al 10, 5 e 1 percento.

R ² corretto	0,045	0,083	0,091	0,134	0,134	0,132	0,125
test F	18,006	17,197	12,968	12,143	10,273	8,781	5,284
sign test F	0	0	0	0	0	0	0

Modello C - Risultati

Leverage
Finanziario



◆ Imprese consolidate

■ Imprese giovani

Risorse finanziarie
autogenerate

$\frac{\text{Ebitda}}{\text{Vendite}}$

Conclusioni

Le scelte di struttura finanziaria sono influenzate dallo stadio del ciclo di vita in cui si trova l'impresa.

Le imprese in grado di generare maggiori risorse monetarie dalla gestione corrente fanno minore ricorso al debito. In particolare:

- Imprese giovani, che necessitano di risorse finanziarie per sostenere la crescita, riducono il ricorso al debito solo quando le risorse monetarie generate dalla gestione corrente sono rilevanti.
- Imprese mature e con business consolidato sembrano attestarsi su un leverage ritenuto dal management preferenziale in quanto poco sensibile a variazione delle risorse monetarie generate dalla gestione corrente.

Introduzione

- Da ormai diversi anni l'indagine via *survey* rappresenta uno strumento di analisi, sebbene marginale, comunemente utilizzato negli studi di Finanza Aziendale.
- Tra i campi di applicazione anche quello riguardante le scelte di struttura finanziaria delle imprese, in particolare a partire dal contributo pionieristico di Donaldson (1961).
- L'indagine via *survey*, infatti, presenta rispetto ad altre metodologie di verifica empirica il vantaggio di fornire informazioni circa le determinanti del processo decisionale per come sono percepite dal management e per come influenzate da fattori soggettivi (ad es. il sistema di valori del manager, le proprie esperienze, ecc.)

Introduzione

- Inoltre l'indagine via survey consente di ottenere informazioni circa le scelte di struttura finanziaria di quelle piccole e medie imprese non quotate, come quelle oggetto della nostra indagine, i cui dati di bilancio non sono pienamente affidabili.
- Tale metodologia, tuttavia, non è esente da limiti, talora particolarmente significativi; in particolare:

Rassegna della letteratura internazionale

- Scott e Johnson (1982): questionario sottoposto ai CFO delle 1000 imprese Fortune '79. Res. Rate (21,2%)
- Norton (1986): CFO delle 500 principali imprese Fortune '84. Res. Rate (21%)
- Pinegar e Wilbricht (1989): 500 principali imprese Fortune '86. Res. Rate (inf 50%). Dubbi sulla competenza reale dei rispondenti.
- Chaganti, De Carolis e Deeds (1995): tre questionari somministrati a 1127 SMB con ben 903 rispondenti.
- Kamath (1997): CFO di 690 imprese quotate al NYSE con r.r. pari a circa il 22%.

Quadro dell'evidenza empirica

- Scott e Johnson (1982): utilizzo dei rapporti di leverage come input nelle decisioni finanziarie, ampio margine discrezionale dei responsabili delle scelte, utilizzo prevalente del debito a lungo termine.
- Norton (1986): Testate la teoria del Trade-off, la POT e la teoria dell'agenzia. Conferme alla POT.
- Pinegar e Wilbricht (1989): Conferme alla POT.
- Chaganti, De Carolis e Deeds (1995): scelta Debito/Equity legata a obiettivi della proprietà, aspettative sul futuro dell'impresa e caratteristiche del management.
- Kamath (1997): tendenza dei manager a seguire una gerarchia nelle fonti piuttosto che aderenza ad una struttura target.

Metodologia e questionario

Il campione: 128 imprese (Fonte: AIDA) utilizzate per condurre l'analisi regressiva;

La metodologia: sulla base di Norton (1989) due fasi opposte: la prima **induttiva** (teorie-questionario), la seconda **deduttiva** (questionario-validazione o negazione teorie).

Le teorie testate e le variabili utilizzate:

Tabella 15 - Legame teorie e fattori influenti

<i>Teoria</i>	<i>Fattori influenti</i>
trade-off	fattore fiscale, costi del dissesto
Tradizionalisti	propensione all'indebitamento, fattore fiscale
Agenzia	efficienza del mercato, sviluppo
asimmetrie informative	efficienza del mercato, segnali
pecking order theory	avversione al rischio, segnali, reinvestimento utili

Metodologia e questionario

Il questionario: composto da 24 domande di cui 6 a risposta multipla e 18 in scala accordo/disaccordo.

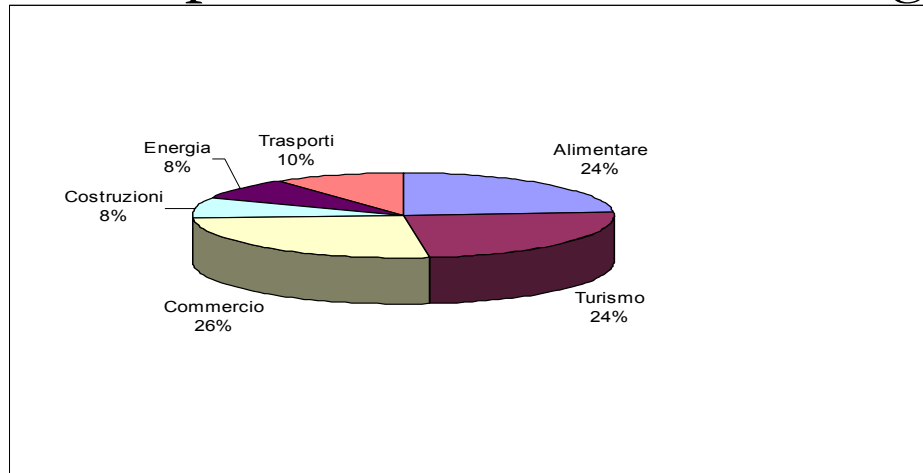
Somministrazione del questionario: via posta elettronica accompagnato da *cover letter*. Garanzia dell'anonimato. Numerosi contatti telefonici per sollecitare una risposta da parte delle imprese.

Analisi dei dati: analisi fattoriale e analisi *cluster*.

Risultati

Ben 50 imprese hanno risposto al questionario con un tasso di risposta del 40% ca.

La composizione per settori è risultata la seguente:



Il maggiore problema riscontrato riguarda l'impossibilità di certificare le competenze finanziarie reali dei rispondenti.

Risultati

Dalle risposte emerge una significativa aderenza dei rispondenti alla POT. Particolarmente immediata questa conclusione osservando la risposta alla prima domanda del questionario.

Domanda 1

Quale/i delle seguenti strategie rispecchia la politica finanziaria della Sua impresa.

1. a. Alternare emissioni di debito e di capitale proprio.
2. b. Utilizzo in via preferenziale di fonti interne e, solo se insufficienti, ricorso a fonti esterne – prima di debito e poi di nuovo equity.
3. c. La scelta dipende dall'esistenza o meno di differenze tra i valori dell'azienda secondo il management e secondo il mercato.
4. d. Cercare di bilanciare il valore attuale dello scudo fiscale con il valore attuale dei costi del dissesto.
5. e. Emettere debito e capitale proprio per mantenere un rapporto di indebitamento obiettivo.
6. f. Considerare la risposta del mercato alle nuove emissioni di debito e di capitale proprio.
7. g. Utilizzare il massimo debito disponibile con alto rating.
8. h. Altra politica (indicare).

Segnalare l'ordine di priorità dal più alto in caso di risposta multipla

Tabella 17 - Risposte alla domanda 1 in percentuale.

domanda 1							
<i>Quale/i delle seguenti strategie rispecchia la politica finanziaria della sua impresa?</i>							
	<i>a</i>	<i>b</i>	<i>c</i>	<i>d</i>	<i>e</i>	<i>f</i>	<i>g</i>
% risposte	19%	47%	14%	0,0%	10%	4%	6%

Tabella 21 - Domande su scala Disaccordo/Accordo: risposte e legami con ipotesi teoriche

Domande	Risposte (a)	(b)	(c)
6	Politica di dividendo generosa	Trade-off, segnali	POT
% risposte	20%	16%	64%
7	Altre teorie	Trade-off	Tradizionalisti
% risposte	40%	22%	38%
8	Trade-off, tradizionalisti	POT	Teoria dell'agenzia
% risposte	28%	28%	44%
9	POT	Trade-off, segnali	Politica di dividendo generosa
% risposte	60%	20%	20%
10	Tradizionalisti	POT, asimmetrie	Trade-off
% risposte	50%	28%	22%
11	Trade-off, tradizionalisti	M&M '58	POT
% risposte	22%	16%	62%
12	Confutazione del trade-off	Trade-off, ma di secondo piano	Conferma Trade-off
% risposte	52%	28%	20%
13	Tradizionalisti	Trade-off	POT
% risposte	26%	14%	60%
14	Confutazione della teoria dell'agenzia	Trade-off, tradizionalisti	Teoria dell'agenzia
% risposte	66%	12%	22%
15	Confutazione teoria asimmetrie informat.	Scarsa rilevanza delle informazioni	Conferma teoria asimmetrie informat.
% risposte	76%	12%	12%
16	Rilevanza del rischio	Rilevanza tra rischio e rendimento equivalente	Rilevanza del rendimento
% risposte	36%	12%	52%
17			
% risposte	6%	8%	86%
18			
% risposte	64%	12%	24%
20	Teoria del controllo	M&M '58	POT
% risposte	18%	8%	74%
21	Confutazione della teoria dei segnali	nessun valore segnaletico del debito	Teoria dei segnali
% risposte	38%	28%	34%
23	Assenza di confronto sul territorio	Confronto sul territorio non rilevante	Importante confronto con altre imprese
% risposte	6%	18%	76%