

*Finanza Aziendale*

*Serie Ricerche*

Collana diretta da  
Paolo Jaccod – Università di Siena  
Daniela Venanzi – Università di Macerata

Daniela Venanzi  
(a cura di)

*Le decisioni di struttura finanziaria  
delle imprese italiane.  
Evidenza empirica*



# Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane

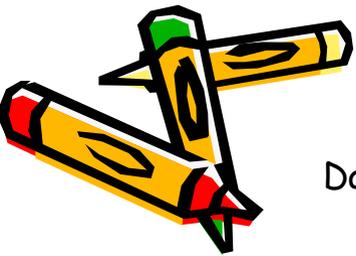
Un quadro dell'evidenza empirica

Daniela Venanzi - Cosenza 20 ottobre 2003

# rilevanza e attualità del tema

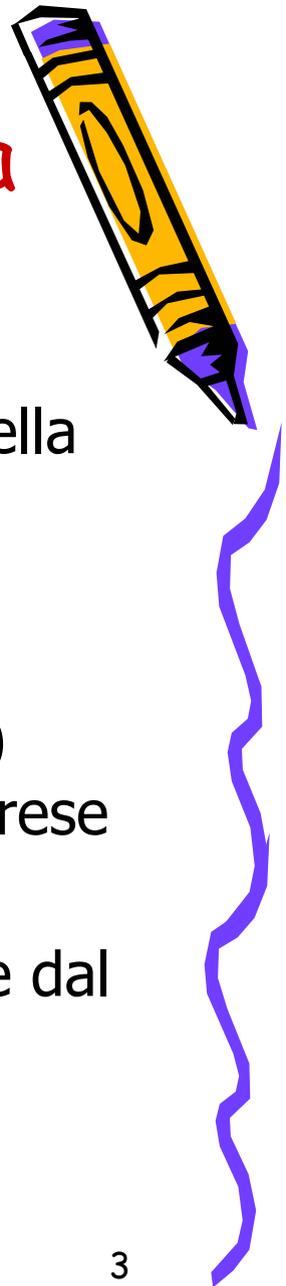
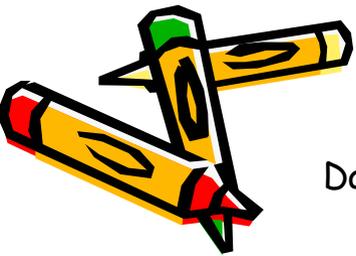


- ✓ tra le 10 questioni irrisolte della finanza moderna
- ✓ implicazioni per aspetti rilevanti della gestione d'impresa: rischio e costo del capitale, assetti proprietari e *corporate governance*, autofinanziamento e investimenti, rapporti con mercati e intermediari finanziari
- ✓ varianti recenti alle teorie classiche (ipotesi più realistiche)
- ✓ modelli alternativi alle teorie classiche (varianti per imprese minori e enfasi su fattori *behavioral*)
- ✓ ricchissimo *testing* empirico delle teorie (negli anni più recenti non più solo USA)

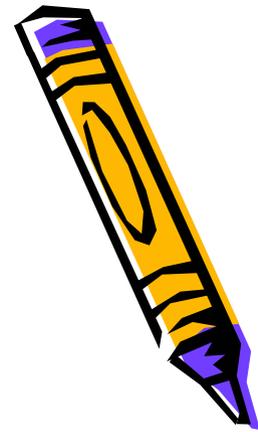


# ...particolare crucialità per l'Italia

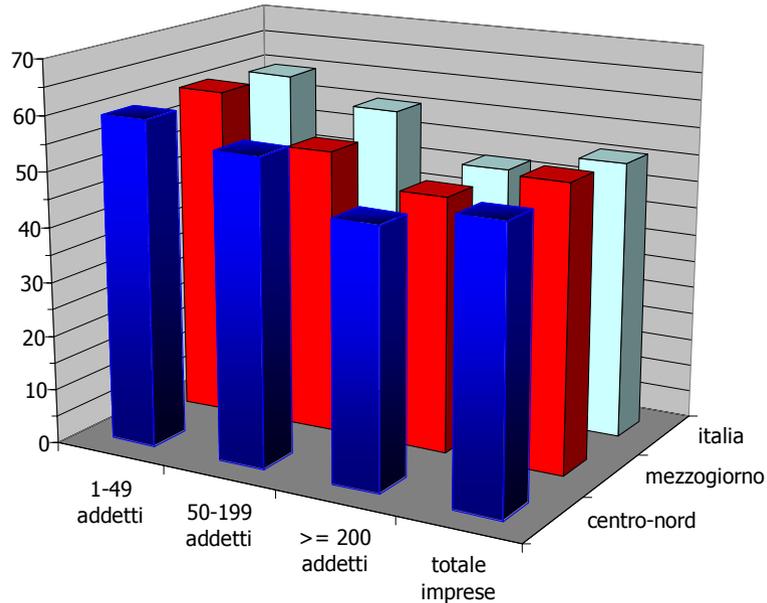
- ✓ scarsa patrimonializzazione delle imprese non finanziarie (grado di indebitamento maggiore della media europea e in peggioramento negli anni recenti)
- ✓ eccessiva incidenza debito finanziario a breve termine (valori doppi rispetto media paesi euro) anche se in riduzione negli anni recenti per imprese maggiori
- ✓ limitata rilevanza fonti di finanziamento mediate dal mercato



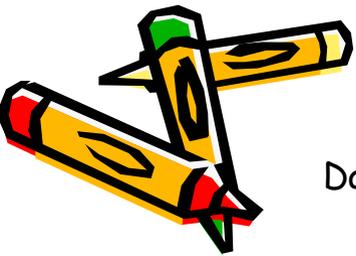
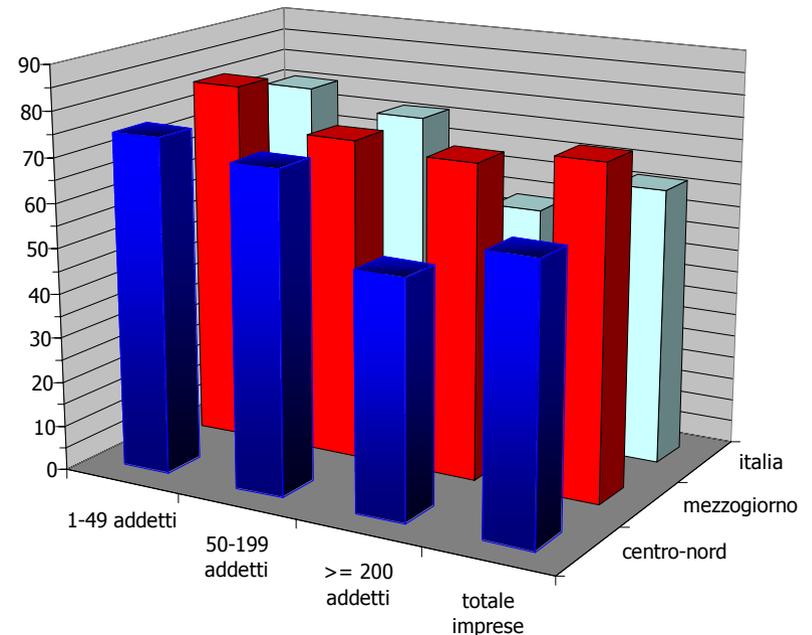
# le caratteristiche indicate sono enfatizzate in imprese minori e del mezzogiorno (dati CdB 2001)



**indebitamento ( $df/(df+cn)$ )**



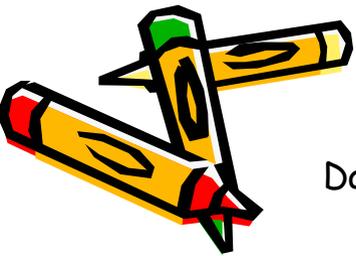
**incidenza debito bancario ( $db/df$ )**



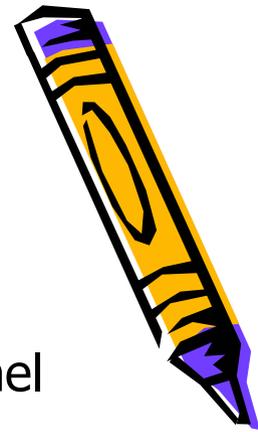
# le indagini empiriche del volume



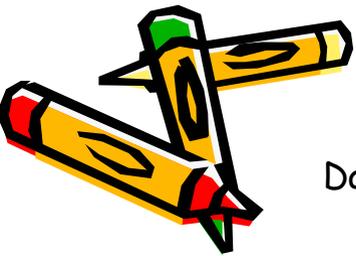
- ✓ non solo le variabili che influenzano la scelta del *mix*, ma anche la strategia di fondo unitaria del decisore
- ✓ non solo le determinanti economico-finanziarie, ma anche le *soft information* (struttura proprietaria e successione generazionale, attitudine del *management* nei confronti del rischio, strategia di diversificazione, natura e composizione organi direzionali, ruolo del gruppo/distretto, ecc.)
- ✓ anche le imprese minori
- ✓ utilizzo di diverse metodologie di verifica empirica: modelli causali determinanti-*leverage*, *event study*, *survey*



# quali campioni di imprese?



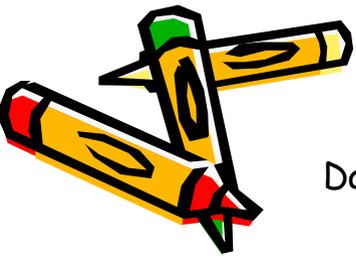
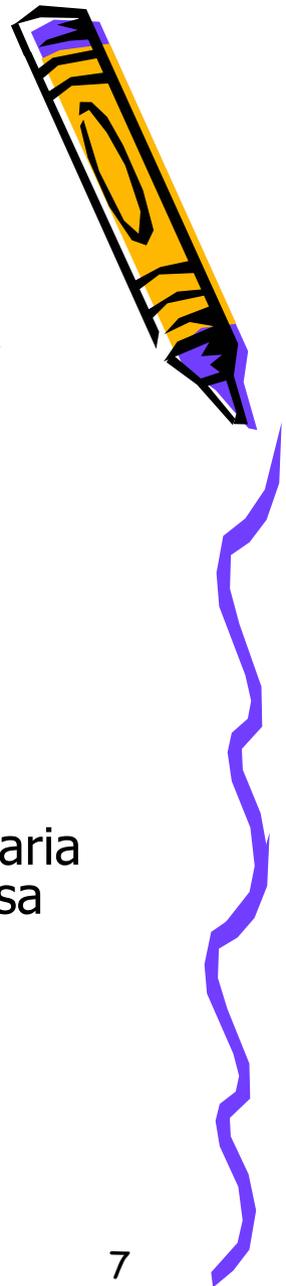
- ✓ 58 imprese (13 quotate) capogruppo operative di grandi dimensioni del comparto della trasformazione industriale nel periodo 1992-1997
- ✓ 73 direttori amministrativo-finanziari (associati ANDAF) di imprese dei comparti trasformazione industriale e servizi, di varie classi dimensionali, intervistati via questionario nel 1999
- ✓ 46 aumenti di capitale onerosi di imprese industriali quotate nel periodo 1989-1998
- ✓ 800 aziende industriali marchigiane nel periodo 1996-2000
- ✓ 72 pmi calabresi settori manifatturiero e commercio-servizi nel periodo 1996-2000
- ✓ 500 imprese minori appartenenti a distretti industriali (settori del *made in Italy*)



# tendenze emerse

## – strategia di fondo –

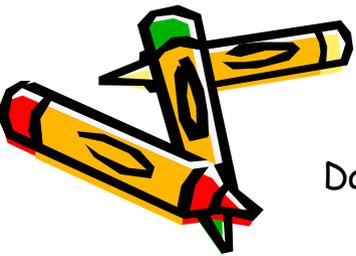
- ✓ esiste un processo *mean-reverting* di adeguamento al *mix* debito-*equity* ottimale (leva media nel medio-termine)
- ✓ deviazione nel breve periodo dal *mix* obiettivo per effetto dell'utilizzo del debito finanziario per coprire il fabbisogno finanziario non coperto dalle fonti auto-generate (e la componente programmabile del fabbisogno dipende dalla compatibilità con un livello di indebitamento obiettivo)
- ✓ la POH non appare una strategia programmata: il debito varia con il fabbisogno perché fonte esterna più flessibile e bassa risulta la correlazione bivariata tra autofinanziamento e fabbisogno per investimenti fissi, ipotizzata dalla teoria manageriale a supporto della POH



# tendenze emerse

## – strategia di fondo –

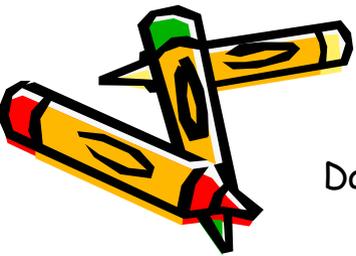
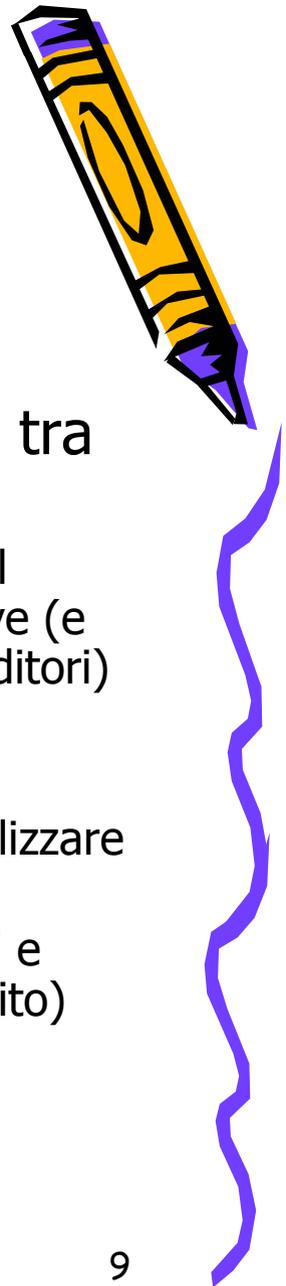
- ✓ le due strategie di “ottimo” e “gerarchia” non sempre sono definite *ex ante* in modo chiaro
- ✓ se chiare e definite *ex ante* (e nel caso di scelta univoca, POH è scelta due volte su tre), meno chiare sono le modalità con cui sono tradotte in regole decisionali esplicite e ancor meno sono perseguite nel processo decisionale concreto
- ✓ ne risulta la prevalenza di una strategia *ex post* mista o composita (consapevolmente???)
- ✓ anche *l'event study* mostra un effetto sui prezzi dell'azione dell'emissione di *equity* non univoco: prevalgono rendimenti anomali negativi nel giorno dell'annuncio e nei giorni successivi, ma c'è un sotto-campione con rendimenti anomali positivi
- ✓ la scelta della strategia di fondo è influenzata dal settore Pavitt di appartenenza



# tendenze emerse

– strategia di fondo –

- ✓ nei settori ad alta tecnologia prevale la strategia mista (adesione *soft* alle due strategie e altalena tra le due):
  - elevati fabbisogni rispetto a fonti auto-generate impongono il ricorso all'*equity* esterno nonostante le asimmetrie informative (e in presenza anche di asimmetrie informative tra azionisti-creditori)
  - ridotta capienza fiscale dell'utile e esistenza di scudi fiscali alternativi al debito riducono vantaggio fiscale del debito
  - mantenimento rischio contenuto del debito per evitare di realizzare in futuro investimenti profittevoli (POH dinamica)
  - rischio di *overinvestment* ridotto perché investimenti redditizi e ridotti *free cash flows* (ridotto il beneficio di agenzia del debito)

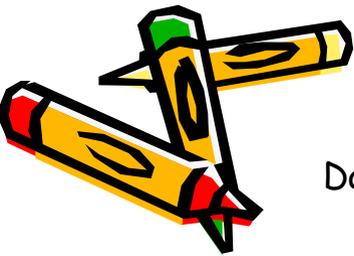


# tendenze emerse

– strategia di fondo –

✓ nei settori tradizionali prevale la strategia di ottimo:

- stabilità e maturità riducono asimmetrie informative
- elevato vantaggio fiscale del debito: alta redditività operativa e complessiva (le più alte del comparto della trasformazione industriale)
- elevato beneficio di agenzia del debito: elevate fonti auto-generate e ridotti fabbisogni operativi
- stabilità e maturità favoriscono programmazione e perseguimento dell'ottimo

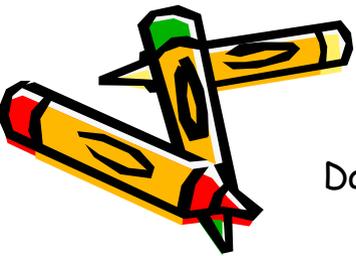
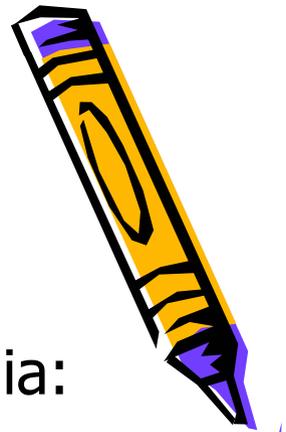


# tendenze emerse

– strategia di fondo –

✓ nei settori di scala prevale la strategia di gerarchia:

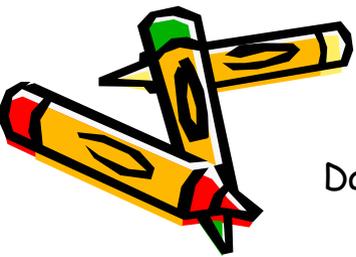
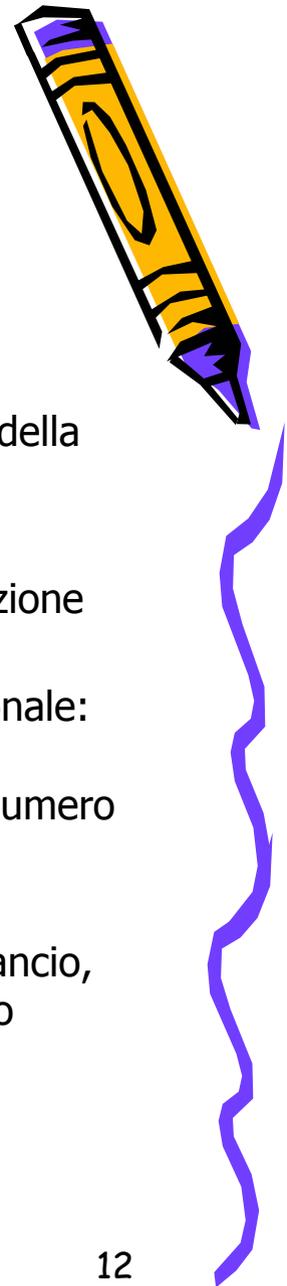
- alto valore collaterale dell'attivo favorisce ricorso a debito a medio-lungo termine non bancario e al debito garantito, a costi minori
- elevato autofinanziamento ma ridotta capienza fiscale dell'utile (elevati scudi fiscali alternativi al debito)



# tendenze emerse

– strategia di fondo –

- ✓ Le imprese a controllo familiare sono meno indebitate:
  - preferenza per autofinanziamento: accesso all'*equity* solo a membri della famiglia e obiettivo di limitare ingerenze finanziamento da terzi
  - asimmetrie informative tra imprenditore-creditori
  - maggiori costi di fallimento: massima avversione al rischio di liquidazione dell'azionista per sovrapposizione famiglia-impresa
  - ancora minore indebitamento se prospettiva di transizione generazionale: ruolo delle garanzie personali nei rapporti di credito non solo di ampliamento del patrimonio a garanzia, ma anche di allargamento numero di soggetti garanti della gestione (si riduce rischio di accentrato decisionale)
  - alta incidenza attivo intangibile, non valorizzato correttamente in bilancio, sottostima il valore collaterale dell'attivo per la concessione di credito

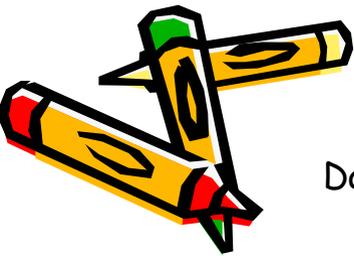


# tendenze emerse

## – determinanti del *mix* –



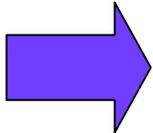
- ✓  al 60% circa la leva si adegua al livello dell'anno precedente e la variazione annuale è correlata negativamente con leva iniziale (processo *mean-reverting*)
- ✓  l'attitudine nei confronti del debito dipende dalla propensione al rischio dell'imprenditore-*manager*:
  - più indebitate le imprese più diversificate
  - più indebitate le imprese con donne e giovani nel cda
- ✓  maggiore è la redditività e i flussi auto-generati dalla gestione e minore è il fabbisogno netto da finanziare, minore è l'indebitamento
- ✓  minore indebitamento in presenza di scudi fiscali alternativi al debito
- ✓  minore indebitamento in presenza di maggiore rischio operativo e di maggiori costi di fallimento (*intangibles* e opzioni di sviluppo, *asset specificity*, unicità prodotto-servizio, specializzazione manodopera, non sostituibilità nei rapporti produttivi distrettuali, ecc.)
- ✓  maggiore indebitamento si associa con maggior numero banche finanziatrici e maggior numero rapporti di debito (rischio di *hold up* ?)



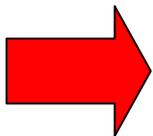
# tendenze emerse

– determinanti del *mix* –

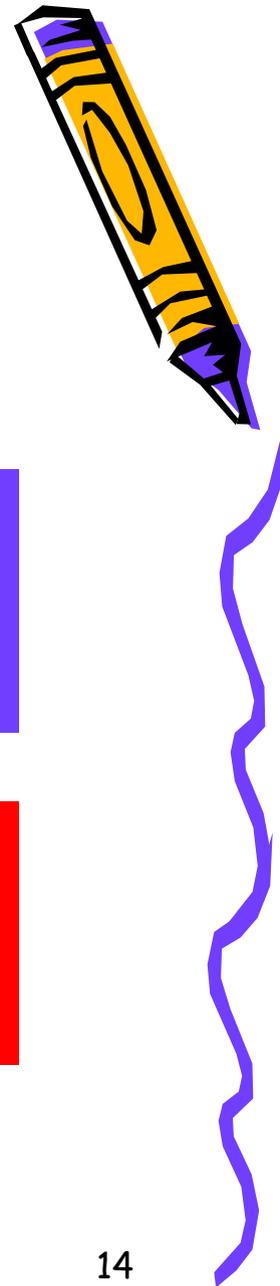
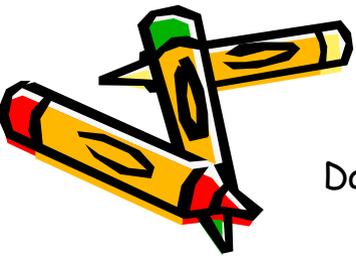
risulta confermata la strategia mista:



gerarchia delle fonti (ipotesi manageriale: obiettivi di sopravvivenza e indipendenza e elevata avversione al rischio del *management*)



esiste l'ottimo (teoria del *trade-off*): rilevanza effetto fisso e rilevanza (limitata) del vantaggio fiscale e (elevata) di costi/probabilità di fallimento



# ... e le pmi calabresi??

