

Indice

Introduzione	i
Daniela Venanzi <i>La scelta della struttura finanziaria: ottimo o ordine di scelta?</i>	1
Barbara Fidanza <i>Variazioni del mix debito-equity e effetti sul valore – Un event-study sulle emissioni di azioni delle imprese italiane</i>	37
Alessandro Fabbrini – Giacinto Micucci <i>La struttura finanziaria delle imprese marchigiane: un’analisi su dati di bilancio e una discussione delle soft information</i>	75
Daniele Monteforte – Maurizio La Rocca <i>Le scelte di struttura finanziaria delle Pmi calabresi</i>	111
Daniela Venanzi <i>Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese – Un’indagine empirica su un campione di imprese italiane capogruppo</i>	193
Giacinto Micucci <i>L’influenza dei costi di fallimento sulla struttura finanziaria: evidenze dai legami tra le imprese dei distretti industriali</i>	225
Gli Autori	241

Introduzione

La scelta della struttura finanziaria, cioè come le imprese decidono il *mix* delle fonti di finanziamento dei propri investimenti, è un tema caldo di finanza, sia sul piano della ricerca scientifica internazionale che su quello della rilevanza operativa per il reale processo decisionale delle imprese.

Nei più diffusi manuali di finanza aziendale la scelta della struttura finanziaria è inclusa tra le 10 questioni irrisolte della finanza moderna.

Il tema, pur essendo ormai un classico della finanza d'impresa (qualunque manuale di finanza che si rispetti dedica almeno un capitolo alla descrizione delle posizioni teoriche, almeno di quelle più consolidate, e delle indicazioni che ne derivano per il decisore), continua ad essere molto gettonato dalla letteratura internazionale.

Estremamente ricca, infatti, anche se forse non altrettanto nota, è la produzione recente di varianti ai modelli teorici più consolidati che, ampliando e/o rendendo più realistico il contesto di riferimento delle formulazioni originarie, giungono a violarne (o al minimo a contestualizzarne) le predizioni. E questo quasi sempre con riferimento alle ipotesi che più difficilmente trovano conferma nell'evidenza empirica, cioè nel comportamento osservato delle imprese.

Fecondo e relativamente recente è anche lo sviluppo di modelli alternativi alle teorie più consolidate, spesso nell'ottica di adattamento di queste teorie a specifiche realtà (per esempio le imprese minori) o di enfasi posta sui fattori soggettivi e irrazionali che intervengono nella scelta, nel solco della *behavioral finance*.

Ancora più vasta è l'evidenza empirica prodotta, che si auto-alimenta e auto-replica, perché da un lato gli esiti non sono univoci o ridotto è il potere esplicativo dei modelli testati e dall'altro sono utilizzate, per migliorare l'uno o l'altro, tecniche statistiche o formulazioni del *testing* più sofisticate.

Inoltre, se fino a qualche anno fa le indagini che sottoponevano a *test* le varie teorie, verificando empiricamente la rilevanza o meno sulla scelta delle determinanti da esse supposte, riguardavano in prevalenza imprese statunitensi, negli ultimi anni ha dilagato la pratica di testare la teoria della struttura finanziaria su campioni di realtà geografiche le più svariate, con adattamenti e varianti, nella formulazione e selezione delle ipotesi da testare o nella scelta e misura delle determinanti, che le specificità del contesto indagato suggerivano.

Basti dire che nell'ultimo convegno annuale dell'*European Finance Association* ben tre sessioni sono state dedicate alla *capital structure* e che guru della finanza moderna come Myers e Fama sono tornati di recente a scrivere sul tema.

Sul piano della pratica aziendale, il tema è cruciale perché dipende e ha implicazioni per alcuni tra gli aspetti più rilevanti della gestione d'impresa: rischio e costo del capitale, assetti proprietari e *corporate governance*, autofinanziamento e investimenti, rapporto con i mercati e gli intermediari finanziari.

Con riferimento alle imprese italiane, poi, il tema assume connotati ancora di maggiore crucialità, per deviazioni della struttura finanziaria dagli *standard* europei ormai divenute proverbiali: *i*) scarsa patrimonializzazione (dalla Relazione della Banca d'Italia per il 2001, con riferimento alle società non finanziarie, sono superiori alla media degli altri paesi europei e peggiorati rispetto all'anno precedente sia l'incidenza dei debiti finanziari sul PIL che il grado di indebitamento); *ii*) eccessiva incidenza del debito finanziario a breve termine (valori doppi rispetto alla media degli altri paesi dell'euro, anche se negli ultimi anni il dato è in contro-tendenza, almeno per le imprese maggiori); *iii*) limitata rilevanza tra le fonti di forme di finanziamento mediate dal mercato.

L'analisi trimestrale R&S-Il Sole 24ore sui primi nove mesi del 2002 rileva con preoccupazione il peggioramento del rapporto debito-*equity* dei principali gruppi industriali quotati in borsa, per effetto o della maggiore esposizione debitoria o dell'erosione del patrimonio. L'ultima Relazione annuale della Banca d'Italia individua esplicitamente la causa principale della debolezza competitiva delle imprese industriali italiane, nel confronto europeo, nella ridotta dimensione, aspetto riconducibile per molti versi (anche se non in via esclusiva) alla scelta della struttura finanziaria.

Questo volume si colloca nel quadro delineato con due particolarità.

In primo luogo, il volume contiene esclusivamente indagini empiriche, con l'intento di analizzare ed interpretare sistematicamente le scelte di struttura finanziaria delle imprese esaminate, in termini di strategia seguita e fattori influenzanti la scelta. Le verifiche condotte testano evidentemente le principali teorie sulla struttura finanziaria e la rilevanza delle determinanti più frequentemente inserite dagli studi empirici del filone, ma presentano varianti che mirano a cogliere gli aspetti più problematici e meno indagati di questi studi. Queste le principali:

- la considerazione come determinanti del *leverage* di caratteristiche dell'impresa non riflesse o riflesse in maniera parziale nell'informativa economico-finanziaria-patrimoniale di natura contabile, quali quelle che attengono

alla struttura proprietaria e alla successione generazionale, all'età-reputazione, alla composizione degli organi direzionali, alla strategia perseguita, all'attitudine soggettiva del *management* nei confronti del rischio, alla sostituibilità dell'impresa lungo la catena del valore distrettuale, al peso degli *assets* intangibili, ecc.

- l'attenzione alle imprese minori, rileggendo criticamente nella loro ottica le ipotesi teoriche formulate per le imprese maggiori o verificando la validità di teorie interpretative della struttura finanziaria minoritarie, quale quella del ciclo di vita finanziario
- l'utilizzo nel *testing* empirico anche di metodologie che nella letteratura empirica sulla struttura finanziaria hanno sempre avuto un ruolo marginale, quali l'*event study* e la *survey* (dominante è il filone dei modelli regressivi causali determinanti-*leverage*)
- la ricerca non solo delle determinanti del *mix* debito-*equity* e la verifica di entità e segno del loro impatto sulla leva, ma anche la ricostruzione in ottica unitaria della strategia di fondo seguita nella scelta, che meglio delle singole determinanti, spesso supposte dalle diverse teorie come identicamente influenzanti la leva, coglie le motivazioni di fondo del decisore.

La seconda caratteristica è che studia esclusivamente le imprese italiane, che restano nel panorama internazionale ancora poco indagate. E lo fa utilizzando campioni di imprese diverse per dimensione, assetto proprietario e societario, *business* e area geografica di appartenenza, collocazione o meno all'interno di aggregati più vasti quali il gruppo gerarchico o il distretto industriale.

Ne risulta un quadro ampio e interessante dei modelli decisionali seguiti da una realtà vasta e variegata di imprese italiane, utile sia a fini scientifico-didattici che per il decisore aziendale.

Mai come per questo tema, in cui le formulazioni teoriche sono molte, complesse, spesso ad alto tasso di formalizzazione matematica, la lettura ragionata e critica del reale comportamento delle imprese riesce a fornire utili insegnamenti.

Agli studiosi, perché rende esplicito o spinge a rintracciare il collegamento tra le ipotesi teoriche e le regole decisionali usate nelle scelte concrete dell'impresa, e porta alla luce con evidenza i vincoli e le deviazioni che derivano dall'*essere* e dal *fare* al *voler essere*.

Agli studenti, ai quali fornisce un utile strumento per comprendere le teorie, imparate sui manuali, su come *dovrebbe* essere scelta la struttura finanziaria e un quadro ampio di come è effettivamente scelta dalle imprese italiane.

Ai decisori aziendali, scettici verso la teoria, ma attenti a coglierne le indicazioni a supporto del loro processo decisionale, perché li fornisce di una lente di ingrandimento attraverso cui vedere, in diverse realtà aziendali, i fattori che entrano nella scelta della struttura finanziaria e le molteplici e complesse relazioni che li legano.

Qui di seguito sono descritte, sinteticamente, ipotesi testate e metodologia degli studi empirici contenuti nel volume.

I primi due saggi pongono l'attenzione sulla strategia di fondo seguita dal decisore finanziario, mettendo viceversa in secondo piano le determinanti della scelta e le ipotesi teoriche che le suppongono.

Il primo saggio di Venanzi verifica la prevalenza o meno nelle scelte di struttura finanziaria delle imprese indagate di due strategie di base alternative, a cui sono riconducibili le principali ipotesi teoriche sulla struttura finanziaria: la strategia di ottimo, cioè la strategia che ipotizza l'esistenza di un livello di indebitamento ottimale, a cui l'impresa tenderebbe almeno nel medio-lungo termine, o la strategia di gerarchia, cioè la strategia che definisce un ordine di preferenza tra le diverse fonti di finanziamento, da cui deriva un livello di indebitamento non definito e perseguito *ex ante*, ma risultato *ex post* di scelte successive cumulate nel tempo. La verifica empirica è condotta su due campioni differenti e con due metodologie statistiche. Nella prima parte su un campione di imprese industriali di grande dimensione, capogruppo operative, nell'arco temporale 1992-1997, attraverso la metodologia utilizzata da Shyam-Sunder e Myers (1999); la seconda su un campione di direttori amministrativo-finanziari intervistati nel 1999 con il metodo della *survey*.

Il saggio di Fianza verifica l'ipotesi della rilevanza della struttura finanziaria sul valore dell'impresa, misurando, su un campione di imprese industriali quotate, l'effetto sul prezzo di mercato delle azioni di variazioni del *mix* debito-*equity*. Tramite un *event study* su un campione di annunci di aumenti di capitale proprio avvenuti nel periodo 1989-1998, si è verificata l'esistenza di rendimenti anomali significativi. Il segno dei rendimenti anomali rilevati fornisce indicazioni circa l'esistenza o meno di un indebitamento ottimale. Il segno negativo del rendimento anomalo medio supporta la teoria delle asimmetrie informative. L'esistenza di due sotto-campioni distinti con rendimenti anomali di segno discorde fa di contro supporre una non univoca valutazione da parte del mercato della diminuzione del rapporto di indebitamento e quindi l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale: la reazione del mercato dipenderebbe dalla distanza tra indebitamento attuale e indebitamento *target*. Suc-

cessivamente si sono indagate le potenziali determinanti *cross-section* dei rendimenti anomali rilevati.

I restanti saggi focalizzano invece l'analisi sulle determinanti della struttura finanziaria. I primi due con particolare riferimento alle imprese minori, rispettivamente marchigiane e calabresi.

Il saggio di Fabbrini-Micucci svolge un'analisi dettagliata e sistematica delle scelte finanziarie di campioni fortemente rappresentativi di imprese marchigiane tratti dagli archivi Centrale dei Bilanci (in media 956 imprese nel periodo 1982-2000) e Cerved (oltre 3000 imprese nel periodo 1993-2000), valutate anche in relazione alle caratteristiche economico-patrimoniali delle imprese e attraverso il confronto con il dato nazionale. Successivamente, su un *panel* di oltre 800 aziende marchigiane appartenenti all'industria in senso stretto nel periodo 1996-2000, testa un modello esplicativo dell'indebitamento totale, considerando le principali determinanti suggerite dalle diverse teorie sulla struttura finanziaria. Lo studio considera anche gli effetti che variabili *extra-contabili* quali gli *assets* intangibili (i marchi per le imprese in questione), il controllo proprietario di natura familiare e la prospettiva della sua trasmissione generazionale, hanno sulla domanda e sull'offerta di finanziamento delle imprese, influenzando il sistema delle garanzie offerte e la percezione del rischio da parte del proprietario e degli intermediari finanziari.

Il saggio di Monteforte-La Rocca propone una rilettura nell'ottica delle piccole e medie imprese delle teorie sulla struttura finanziaria. Dopo una descrizione delle peculiarità finanziarie delle imprese calabresi, analizza su un campione di piccole-medie imprese calabresi nel periodo 1996-2000 le determinanti del *leverage* finanziario, utilizzando due distinte metodologie di *testing*. Nella prima parte, con modello regressivo leva-determinanti, l'indagine testa la rilevanza delle asimmetrie informative del finanziatore bancario e quindi il collegamento che ne discende tra scelte di finanziamento e fasi del ciclo di vita dell'impresa, riletto alla luce delle specificità del contesto "ostile" in cui operano le imprese analizzate. Nella seconda parte è condotta un'indagine via questionario. Le domande sono costruite come sviluppo di fattori definiti *ex ante* e riferiti alle principali teorie sulla struttura finanziaria, le risposte determinano il peso attribuito ai fattori. L'indagine, infine, propone una suddivisione del campione in *clusters* caratterizzati da distinte strategie di finanziamento.

Il secondo saggio di Venanzi verifica, sul campione di imprese capogruppo operative del primo saggio, la rilevanza delle principali determinanti della leva, inserendo nel modello esplicativo anche variabili legate a caratteristiche dell'impresa *extra-contabili*, quali struttura proprietaria, composizione degli or-

gani direzionali, strategia di diversificazione e di internazionalizzazione, struttura del gruppo. Di queste variabili e del loro legame con la leva si fornisce un'interpretazione in chiave di attitudine soggettiva nei confronti del rischio del *management* e quindi, nell'ottica della teoria manageriale e della strategia del *pecking order*, di influenza sul suo orientamento nei confronti dell'indebitamento.

Il saggio di Micucci, con il metodo della *survey* condotta nell'anno 1997 su un campione di 500 imprese appartenenti ai distretti industriali, verifica la rilevanza del legame con l'indebitamento totale di una misura originale dei costi di fallimento, basata sul grado di non sostituibilità dell'impresa nei rapporti produttivi distrettuali, controllando anche nel modello regressivo l'impatto delle determinanti della leva più frequentemente inserite negli studi empirici del filone. La realtà distrettuale, per le rilevanti interconnessioni tra le imprese, amplifica evidentemente i costi di una loro eventuale espulsione.

Delle indagini contenute nel volume non sono invece riportati qui i risultati.

Non è facile, infatti, fare una sintesi integrata dell'evidenza empirica che risulta dalle indagini condotte, proprio per la specificità e varietà dei contesti indagati e dei modelli interpretativi testati. Né sembra coerente con la filosofia di fondo del volume, che non mira a confermare o confutare singole teorie, o a misurare la robustezza delle diverse determinanti del *leverage*, ma piuttosto a proporre una chiave di lettura criticamente interpretativa delle scelte di struttura finanziaria delle imprese italiane, che rintraccia i paradigmi teorici nella veste più realistica di regole e criteri di scelta per il decisore.

Daniela Venanzi