



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN**  
**ECONOMIA E DIRITTO**

**TESI DI LAUREA**

**Il mistero delle imprese Zero-Leverage: il contesto italiano.**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. ALBERTO LANZAVECCHIA**

**LAUREANDO: NUCCIO CARUSO**

**MATRICOLA N. 1079500**

**ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016**

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

---

*Alla mia famiglia*

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>1</b>
<b>CAPITOLO 1: IL FENOMENO DELLE IMPRESE A ZERO LEVERAGE</b> .....	<b>3</b>
1.1 Introduzione .....	3
1.2 Le fonti di finanziamento .....	5
1.3 La definizione della struttura finanziaria ottimale .....	11
1.3.1 Le Teorie di Modigliani e Muller (1958-1963).....	15
1.3.2 La Teoria del Trade-off.....	19
1.3.3 <i>Pecking Order Theory</i> (La teoria dell'ordine di scelta) .....	22
1.3.4 Le asimmetrie informative e la teoria dei segnali.....	28
1.3.5 La teoria sull'influenza del fattore fiscale (gli scudi fiscali).....	32
1.3.6 La Teoria dell'agenzia .....	34
1.4 I metodi di valutazione dei vincoli finanziari.....	36
1.5 Sistemi finanziari orientati agli intermediari e sistemi finanziari orientati al mercato.....	39
1.6 Conclusioni .....	46
<b>CAPITOLO 2: ANALISI EMPIRICA MEDIANTE CAMPIONAMENTO.</b> .....	<b>50</b>
2.1 Introduzione. ....	50
2.2 Definizione del campione.....	52
2.3 Clusterizzazione delle società in Leverage e Zero-Leverage .....	54
2.3.1 Classificazione per area geografica.....	63
2.3.2 Classificazione per settore merceologico.....	75
2.3.3 Classificazione per dimensione.....	87
2.4 Analisi esplorativa mediante box plot.....	96
2.5 Test t-student.....	121
<b>CAPITOLO 3: COSTRUZIONE MODELLO STATISTICO</b> .....	<b>125</b>

3.1 Introduzione .....	125
3.2 L'ambiente statistico R.....	125
3.3 Il modello logistico stimato.....	126
3.4 I risultati del modello statistico .....	129
<b>CAPITOLO 4: RISULTATI DELL'ANALISI E CONCLUSIONI.....</b>	<b>133</b>
4.1 Introduzione .....	133
4.2 Risultati dell'analisi empirica.....	134
4.3 Confronto contesto internazionali .....	139
4.4 Conclusioni .....	144
<b>RIFERIMENTI.....</b>	<b>147</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>147</b>
<b>Sitografia.....</b>	<b>154</b>
<b>Riferimenti Normativi.....</b>	<b>155</b>

## INTRODUZIONE

Questo lavoro studia il fenomeno soprannominato da altri come “Il mistero delle imprese a *Zero-Leverage*”<sup>1</sup>. Tale fenomeno è il risultato di una specifica politica aziendale, sempre più diffusa, di alcune imprese che attuano una politica di finanziamento senza ricorrere ai capitali di terzi (credito bancario o emissione di titoli di debito)

In effetti, le imprese *Zero-Leverage* sembrano contraddire le principali teorie di finanza aziendale sulla definizione della struttura di capitale di un’impresa (Modigliani e Miller, 1958 e 1963).

In questo lavoro, definiamo come imprese “*Zero-Leverage*” quelle entità economiche che non sfruttano la leva finanziaria stabilmente nel medio periodo (3 o 5 anni consecutivi). Un debito netto negativo rilevato nel solo breve periodo, infatti, potrebbe essere il frutto di situazioni congiunturali, come, ad esempio, una dinamica del circolante particolarmente favorevole, la quotazione in borsa o l’erogazione di un finanziamento nell’attesa del suo successivo impiego.

Lo scopo del presente studio è quello di valutare quali sono le ragioni che spingono le imprese a perseguire una politica di finanziamento senza l’uso del debito. Inoltre, attraverso la definizione di un campione di aziende, si esaminerà quali caratteristiche accomunano le aziende *Zero-Leverage* e quali le loro caratteristiche distintive.

Il presente elaborato è strutturato su quattro capitoli, ciascuno dei quali presenta i seguenti temi.

Il primo capitolo espone una rassegna della letteratura rilevante sul tema della struttura finanziaria delle imprese; le teorie sulle determinanti che spingono le imprese a scegliere le fonti di finanziamento da utilizzare; i vantaggi e i limiti di ogni teoria evidenziando, specialmente, il modo in cui ciascuna influenza le scelte economiche e finanziarie delle imprese.

Nel secondo capitolo descriveremo il campione oggetto di analisi, estraendo i dati dalla piattaforma AIDA. Successivamente, suddividemo le imprese stratte in due gruppi, le imprese

---

<sup>1</sup> Ilya A. Strebulaev & Baozhong Yang (2012).

“Leverage” e “Zero-Leverage”. Infine, analizzeremo le variabili descrittive quantitative, eseguendo test di correlazione al fine di individuare quali variabili hanno un effetto significativo per la costruzione di un modello statistico.

Il terzo capitolo analizza, attraverso l'utilizzo del software statistico R, i dati del campione e presenta un modello statistico che cerca di rappresentare le caratteristiche (qualitative e quantitative) che accomunano tutte le imprese dello stesso cluster (Imprese Zero-Leverage). Testeremo poi la bontà del modello e la sua significatività.

Il quarto e ultimo capitolo elabora i risultati dell'analisi empirica, ovvero, le caratteristiche che accomunano le imprese italiane Zero-Leverage e le ragioni che le spingono queste al non utilizzo della leva finanziaria.

In conclusione, confronteremo i risultati della nostra analisi con le evidenze empiriche effettuate in altri contesti internazionali al fine di individuare gli aspetti somiglianti e quelli divergenti di quest'ultimi.

## CAPITOLO 1: IL FENOMENO DELLE IMPRESE A ZERO LEVERAGE

### 1.1 Introduzione

Oggi, il fenomeno delle imprese a “Zero-Leverage” si sta espandendo sempre di più, non soltanto negli Stati Uniti, dove esso ha preso velocemente piede raggiungendo percentuali significative già da qualche anno così come viene descritto in alcune ricerche e analisi empiriche effettuate da alcuni studiosi<sup>2</sup>, ma anche nei paesi europei.

Tra le ricerche più importanti centrate su questo nuovo fenomeno troviamo quelle di Wolfgang Bessler e Rebekka Haller, i quali hanno cercato, attraverso dei test su un campione di imprese<sup>3</sup>, di comprendere le ragioni che spingono alcune imprese a non indebitarsi.

Le imprese Zero-Leverage, comunque, si distaccano parecchio dalle teorie standard della struttura del capitale, e, allo stesso tempo, le variabili standard della struttura del capitale non sono in grado di spiegare il motivo per cui molte aziende rinunciano al ricorso al debito.

Un'indagine condotta da parte di alcuni studiosi rileva che la scelta di un ottimo rapporto debt-equity è una delle principali preoccupazioni dei decisori finanziari.<sup>4</sup>

Tuttavia, dai risultati emersi da analisi effettuate su altri Paesi, gli studiosi hanno compreso che alcune caratteristiche dell'impresa, come la presenza di asimmetrie informative e di alcuni rischi, possano spiegare in parte la politica di Zero-Leverage attuata da determinate imprese. Inoltre, dividendo le imprese zero leva in finanziariamente limitate e in imprese vincolate, gli studiosi in materia hanno dimostrato che solo un piccolo numero d'impresе molto redditizie e con elevati rapporti di vincita deliberatamente persegue una politica di Zero-Leverage.

Al contrario, la maggior parte delle imprese zero leva è vincolata dalla capacità di indebitamento. Esse tendono a essere più piccole, più rischiose e meno redditizie e più propense all'emissione di azioni.

---

<sup>2</sup> Wolfgang Bessler;(2012).

<sup>3</sup> Mercato di imprese quotate nei paesi del G7 che sono coperti nel database Compustat globale sul periodo dal 1989 al 2010.

<sup>4</sup> Graham e Harvey (2001)

Le imprese Zero-Leverage vincolate accumulano più denaro rispetto a tutte le altre imprese del campione analizzato da Ilya Strebulaev, presumibilmente al fine di mantenere un certo grado di flessibilità finanziaria.

Secondo, invece il campione esaminato da Wolfgang Bessler, le imprese a Zero-Leverage si distribuiscono in modo diverso nei vari Paesi.

I Paesi con un sistema finanziario orientato al mercato dei capitali, ad esempio, accolgono un numero maggiore d'impresе a Zero-Leverage rispetto a quei Paesi orientati al mercato finanziario o istituti bancari, questo perché questi ultimi dedicano un'elevata protezione ai creditori e presentano un sistema fiscale classico favorendo lo sviluppo di imprese utilizzatrici della leva finanziaria.

Possiamo quindi già affermare che il "sistema Paese" è una prima variabile che può in parte favorire lo sviluppo d'impresе che attuano una politica di Zero Leverage. Oltre a tali variabili in precedenza richiamate, altre variabili (business, aversità al rischio, vincoli finanziari, ecc) possono spiegare il fenomeno dello Zero Leverage intrapreso da alcune imprese. Queste saranno ampiamente trattate nel secondo capitolo.

Prima di passare all'analisi empirica descritta nel secondo capitolo e ai risultati ottenuti, bisogna elencare e descrivere le varie fonti di finanziamento di cui un'impresa può disporre per poter finanziare il proprio business, individuando nello specifico i fattori e le determinanti che portano un'impresa a scegliere una fonte di finanziamento piuttosto che un'altra.

Al fine di aver un quadro completo, introdurremo in tale capitolo la dottrina che nel corso degli anni ha studiato i comportamenti e le scelte finanziarie intraprese dalle imprese per raggiungere l'equilibrio della struttura ottimale delle fonti di finanziamento.

In più, descriveremo sinteticamente le principali teorie che cercano di dare una spiegazione alla struttura finanziaria ottimale, ognuna con proprie assunzioni di base e con vantaggi e limiti che possono più o meno discostare dalla realtà. Infine attraverso le conclusioni cercheremo di dare un quadro sintetico dei vantaggi e svantaggi di ogni teoria precedentemente descritta.

## 1.2 Le fonti di finanziamento

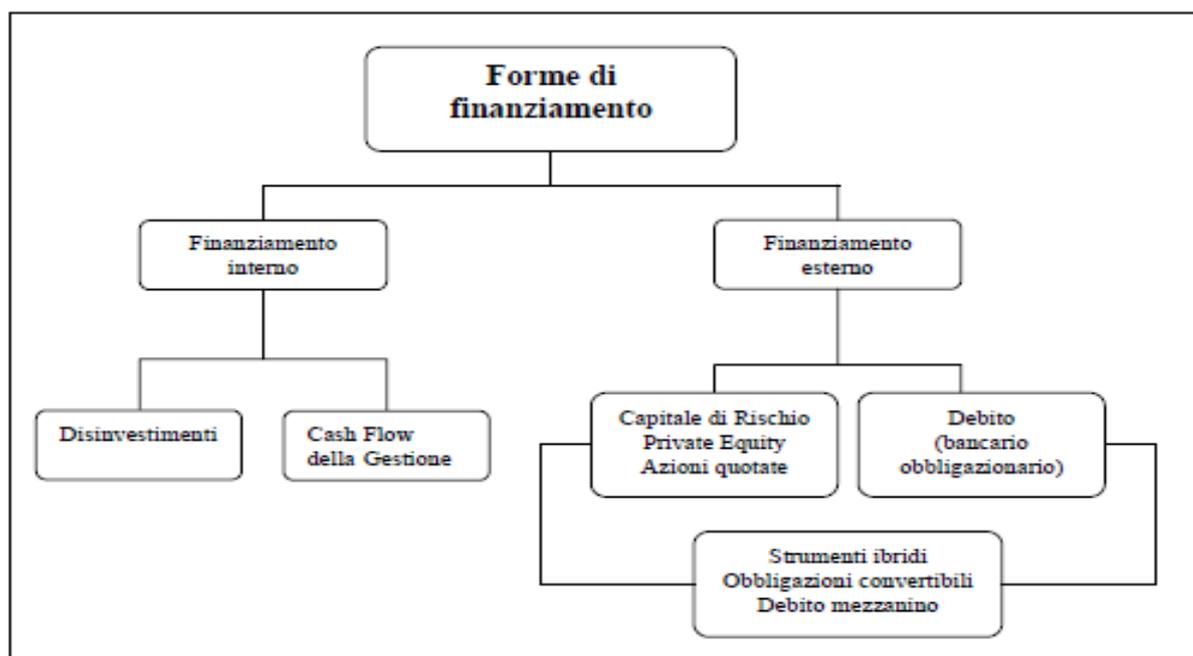
Il pensiero economico ha ampiamente analizzato il problema concernente le scelte finanziarie effettuate dalle imprese, prestando particolare attenzione alla comprensione e analisi di quei fattori ed elementi che influenzano quest'ultime.<sup>5</sup>

Come notato da alcuni autori<sup>6</sup>, la dottrina è ancora indecisa su quale teoria descrive meglio le decisioni di finanziamento delle imprese. Inoltre studi più empirici si concentrano sull'identificazione delle determinanti della struttura del capitale (Titman Wessels, 1988; Rajan e Zingales, 1995; Frank e Goyal, 2009), o testano le teorie standard di struttura del capitale (Shyam Sunder e-Myers, 1999; Frank e Goyal, 2003; Bessler et al, 2011).

Prima di passare alla descrizione delle principali teorie che spiegano la struttura di capitale, bisogna descrivere quali sono i canali di finanziamento che un'impresa può utilizzare per operare sul mercato.

Semplificando, i canali tradizionali di finanziamento delle attività imprenditoriali per l'acquisizione di fattori produttivi si distinguono in *canali interni* da una parte e *canali esterni* dall'altra.

**Figura 1. Le fonti di finanziamento delle imprese.**



*Fonte: Analisi dati interni*

<sup>5</sup> Cfr. Tirole (2006), Brealey, Myers, Sandri (2007).

<sup>6</sup> Frank e Goyal (2008)

I primi, i canali interni, costituiscono per l'impresa il cosiddetto autofinanziamento.

Una delle peculiarità di quest'ultimo riguarda la volatilità nel tempo, trattandosi fondamentalmente di utili d'impresa non distribuiti e quindi mantenuti all'interno dell'azienda stessa; questi, inoltre, tendono a “gonfiarsi” nelle fasi di espansione del ciclo economico e a deteriorarsi quando la congiuntura diviene avversa.

In altri termini, non si tratta di fonti di flussi stabili di finanziamento delle attività d'impresa. Un tipo di autofinanziamento è costituito dal capitale proprio dell'impresa. Questo ingloba i conferimenti effettuati dai proprietari dell'impresa alla sua costituzione (*capitale sociale*) e gli utili prodotti dalla gestione e non distribuiti ai proprietari (*riserve di utili o utili non distribuiti*, che danno luogo all'autofinanziamento).

Se l'impresa si costituisce nella forma giuridica di società, i proprietari sono chiamati soci. In questo caso, il capitale sociale è suddiviso in quote (nelle società di persone e nelle s.r.l.) o in azioni (nelle s.p.a. e nelle s.a.p.a., forme giuridiche adottate per le imprese di maggiori dimensioni). Quando il capitale è rappresentato da azioni, il socio è anche detto azionista.

La titolarità di quote o azioni attribuisce diritti economico-patrimoniali e amministrativi a questi ultimi. I primi, cioè i diritti economico-patrimoniali, comprendono il diritto al rimborso della quota in caso di recesso dalla società e in caso di liquidazione della stessa, da una parte, e il diritto a percepire una parte degli utili eventualmente distribuiti dalla società (detti dividendi nelle s.p.a e s.a.p.a.), in misura proporzionale alla quota di proprietà, dall'altra. Quanto ai diritti amministrativi, il principale è il diritto al voto nelle assemblee dei soci/azionisti. L'azionista, a differenza dei terzi finanziatori, non ha diritto alla restituzione del capitale conferito secondo le scadenze predeterminate contrattualmente.

Il capitale sociale si forma, come accennato, per effetto dei conferimenti iniziali da parte dei soci e dei successivi ed eventuali aumenti di capitale i quali possono essere sia gratuiti che a pagamento. I primi sono effettuati come giro di poste contabili (una parte delle riserve di utili preesistenti viene “girata” a capitale), senza chiedere ai soci ulteriori apporti (per questo sono gratuiti); i secondi, ovvero gli aumenti a pagamento, avvengono invece tramite nuovi conferimenti da parte dei soci.

Una società, comunque, può anche effettuare un aumento di capitale misto, cioè in parte gratuito e in parte a pagamento.

Gli apporti di capitale effettuati dai proprietari, tuttavia, non sono quasi mai sufficienti a finanziare *in toto* l'attività aziendale; per tal ragione, le imprese ricorrono, spesso, a finanziamenti esterni gestiti e concessi da terzi i quali diventano creditori d'impresa.

Pur essendo creditori nei confronti dell'impresa, questi, tuttavia, non acquisiscono i relativi diritti economici e amministrativi che spetterebbero di norma ai soli proprietari o soci aziendali; ciononostante, questi soggetti terzi, godono del diritto al rimborso dei prestiti erogati secondo un piano predeterminato contrattualmente e con prelazione (priorità) rispetto ai soci.

I finanziamenti di terzi sono rappresentati in primo luogo dai prestiti bancari. Le banche erogano finanziamenti di varia natura. I principali sono i mutui, gli anticipi salvo buon fine (s.b.f.) e le aperture di credito in c/c. I mutui sono prestiti di denaro erogati dalle banche in un'unica soluzione a cui l'impresa è tenuta a restituire pagando delle rate periodiche secondo un piano d'ammortamento prestabilito. Ciascuna rata è formata da una quota capitale, che serve a ridurre l'ammontare del debito in essere, e da una quota interessi, che costituisce il compenso destinato alla banca per la messa a disposizione delle somme.

L'anticipo s.b.f. trova la propria ragion d'essere nel fatto che un'azienda raramente incassa i corrispettivi delle vendite in modo immediato (*per pronta cassa*): i clienti pagano normalmente dopo 60-90 giorni, periodo che si protrae ulteriormente qualora essi abbiano difficoltà finanziarie. Con l'anticipo s.b.f., l'azienda presenta alla propria banca un documento che attesta le vendite effettuate (ad es. le fatture), ottenendo in anticipo il corrispettivo dovuto (tecnicamente è un debito dell'impresa verso la banca, sul quale maturano interessi). Se alla scadenza prestabilita il cliente è insolvente, ovvero non è in grado di estinguere i propri debiti nei confronti dell'istituto di credito, la banca è tenuta a revocare l'anticipo erogato in precedenza. In caso contrario, il pagamento del cliente estingue il debito dell'impresa.

L'apertura di credito è, invece, un contratto tramite cui la banca mette a disposizione dell'impresa una data somma di denaro concordata tra le due parti interessate. L'impresa ha poi la possibilità di utilizzarla per intero o solo in parte, pagando interessi su quanto utilizzato.

Accanto ai prestiti bancari, le imprese di grandi dimensioni hanno la possibilità di sfruttare anche i prestiti obbligazionari i quali possono essere associati ai mutui. In questo caso, però, a differenza di questi ultimi, l'impresa non chiede un prestito alla banca, ma piuttosto, si rivolge

al pubblico. Ciascun investitore (persona fisica, ente, altra società) sottoscrive una quota del prestito (in pratica, acquista dei titoli obbligazionari) finanziando in tal modo l'impresa.

Essa si impegna successivamente a pagare degli interessi periodici (detti *cedole*) ai titolari e a rimborsare alla scadenza del prestito il capitale da loro investito.

Diversamente per ciò che accade per i mutui, il rimborso non è graduale, ma, in questo caso, avviene in un'unica soluzione (o *bullet*).

Diviene, a questo punto, opportuno esporre i vantaggi e gli svantaggi delle due tipologie di fonti di finanziamento dal punto di vista dell'impresa. In entrambi i casi essa deve corrispondere un rendimento al finanziatore.

I soci, in quanto remunerati in subordine ai creditori ed in via eventuale, richiedono una remunerazione maggiore rispetto a quella dei terzi finanziatori, il che comporta per l'impresa un maggior costo del capitale proprio. Riguardo i finanziamenti di terzi, questi hanno un costo (gli interessi) che l'impresa può dedurre fiscalmente, cioè può portare a riduzione del reddito sul quale vengono pagate le imposte, generando quindi un risparmio fiscale. Ricorrere al capitale di terzi consente poi all'impresa di reperire risorse evitando l'ingresso di nuovi soci, il che permette di mantenere stabili gli assetti proprietari e quindi il controllo dell'impresa.

Per salvaguardare la solidità dell'impresa, l'indebitamento non deve però essere eccessivo. Debiti ingenti comportano infatti un elevato peso degli interessi passivi, che può tradursi in primo luogo nella perdita (parziale o anche totale) del beneficio fiscale. Ancor più importante è il rischio che l'impresa non sia nelle condizioni di pagare debiti ed interessi alle scadenze previste, risultando così insolvente.

A questo punto le banche, temendo di perdere i mezzi finanziari prestati, reagiscono chiedendo all'impresa garanzie di corretto adempimento dell'obbligazione (ad. es. ipoteche sugli immobili), di ridurre l'utilizzo degli affidamenti in c/c, o se saranno disposte a finanziarla, chiederanno un tasso più alto a causa del maggior rischio.

I fornitori, quanto a loro, temendo di non incassare, saranno più restii ad effettuare le consegne (potrebbero ad es. richiedere in cambio il pagamento immediato). Se le difficoltà finanziarie dell'impresa persistono, questa potrebbe non essere in grado di pagare anche i propri dipendenti, e così via. Un eccessivo indebitamento, in pratica, aumenta il rischio d'insolvenza dell'impresa, e ciò può portare anche al suo fallimento, con i costi che ne conseguono (i cosiddetti costi del dissesto).

In conclusione, non è buona pratica operare con poco capitale (impresa sottocapitalizzata). Al di là di questa considerazione generale, non si può stabilire a priori la struttura finanziaria ottimale di un'impresa. Essa dipende da numerosi fattori, quali lo stadio di sviluppo dell'impresa stessa, le caratteristiche del settore in cui essa opera, da variabili macroeconomiche, come i tassi d'interesse di mercato e così via.

A seconda del rapporto esistente tra prenditore e prestatore di fondi, è necessario distinguere due canali di finanziamento: il primo è il cosiddetto *arm's length finance*, espressione con cui si fa riferimento alle varie forme di intermediazione dirette in cui l'intermediario finanziario, o l'*investment bank*, interviene per facilitare l'accesso dell'impresa al mercato ma non erogando direttamente fondi all'impresa; inoltre, egli si occupa della provvista di fondi attraverso i mercati, sia azionari che obbligazionari; tale modalità di finanziamento è presente prevalentemente sui mercati finanziari americani. Il secondo canale di finanziamento non è altro che la *informed finance*, tipica dei mercati europei. Questa riguarda la provvista di fondi per mezzo del canale bancario, presupponendo uno stretto rapporto tra prestatore e impresa fondato su informazioni prevalentemente non disponibili al pubblico: in breve, finanziamento bancario o intermediazione indiretta (Rajan 1992).

Come noto, l'Italia è storicamente un Paese il cui sistema finanziario è sempre stato nettamente "banco-centrico", ossia orientato alle banche piuttosto che al mercato; questo vuol dire che, in rapporto alle fonti di finanziamento esterne alle imprese, si fa strada con notevole inerzia, come vedremo anche in seguito, sia l'offerta del capitale di rischio, sia l'offerta di titoli di debito direttamente emessi dalle imprese e collocati presso i risparmiatori.<sup>7</sup>

La netta distinzione tra fonti esterne presentata in precedenza nasce dalla natura giuridica del rapporto esistente tra prenditore, da una parte, e datore di fondi, dall'altra: l'impresa è infatti debitrice nei confronti del datore di fondi quando quest'ultimo può vantare la restituzione del capitale e il pagamento puntuale degli interessi pattuiti in precedenza; al contrario, l'impresa è partecipata da un socio-azionista quando nel conferimento del capitale di rischio, l'azionista rischia il capitale medesimo nell'attività di impresa. Il diritto del socio-azionista non sta nella

---

<sup>7</sup> Nel confronto internazionale, ad esempio, l'indebitamento bancario delle imprese manifatturiere in Italia si attesta al 32,9 % del totale (dati 1996-2002), contro il 14,3% della Francia, il 18,2% della Germania e il 20,6% degli Stati Uniti.

restituzione del capitale, ma nel trarre dall'impresa i frutti (utili netti) che essa produrrà e distribuirà lungo tutto l'arco del suo ciclo di vita.

A volte, il credito bancario può, in particolari circostanze, assumere forme simili a quelle dell'*arm's length finance*, ad esempio quando il rapporto banca-impresa è discontinuo, parziale (esiste dunque un eccesso di multi-affidamento) e/o si basa su singole operazioni per le quali l'impresa ricerca soprattutto il minor costo possibile; questa modalità è anche nota come *transaction lending*.

L'*informed finance* citata in precedenza si può presentare secondo queste due forme (Cesarini, 2003):

a) *relationship lending*: si tratta di un approccio alla relazione banca-impresa basata sull'informazione inizialmente fornita dall'imprenditore e successivamente prodotta e accumulata dalla banca a partire da una varietà di fonti, non necessariamente pubbliche (ad esempio, relazioni finanziarie, diverse dal rapporto creditizio, precedentemente intrattenute con l'impresa). Esso tende a manifestarsi in rapporti creditizi di lunga durata, all'interno dei quali la gamma di servizi finanziari prestati dalla banca è tendenzialmente ampia (non solo credito, ma anche servizi transattivi, di investimento e di carattere fiduciario offerti all'impresa e all'imprenditore); a tale fenomeno verrà dedicato il resto del capitolo.

b) *asset-based lending*: riguarda lo smobilizzo dei crediti, forma tecnica che normalmente rientra nell'ambito di una relazione creditizia più ampia (e quindi della *relationship lending* di cui sopra), ma può anche essere identificata autonomamente. Sono diversi i vantaggi riguardanti tale pratica : innanzitutto essa si basa sulla garanzia di attività (i crediti) di facile valutazione, in secondo luogo, può essere concessa in tempi più o meno brevi e infine, il rientro dei fondi non dipende dalla situazione finanziaria dell'impresa affidata/prenditrice, ma da un pool di altri soggetti la cui diversificazione tende a ridurre il rischio di finanziamento.

Le due modalità di finanziamento (*arm's length finance* e *informed finance*) tendono ad essere complementari grazie anche al rilevante sviluppo dei mercati finanziari. Le imprese infatti cercano di affiancare al credito bancario anche il ricorso al mercato, mentre le banche cercano di ridurre il rischio di credito sia attraverso tecniche di *securitisation*, allocando parte dei crediti alla propria clientela, sia utilizzando i *cash flow* prodotti dall'impresa per effetto di operazioni di ricorso al mercato, con l'intento di ridimensionare la propria posizione.

### 1.3 La definizione della struttura finanziaria ottimale

A partire dalla seconda metà del XX secolo, il comportamento delle imprese in termini di finanziamento delle proprie attività è stato oggetto di numerose analisi e ricerche le quali hanno dato vita a numerose teorie, alcune delle quali saranno brevemente presentate in questa sezione. La scelta di inserire una breve rassegna delle teorie di composizione della struttura del capitale nasce dal fatto che l'analisi della teoria di base è necessaria per meglio comprendere i comportamenti di finanziamento delle imprese, soprattutto se operanti in contesti economici, sociali e fiscali in pieno sviluppo.

Un'attenta e corretta analisi delle fonti di finanziamento alle imprese e delle scelte finanziarie conseguenti non può prescindere da un approfondimento del tema della finanza di impresa, e nello specifico dalle teorie sulla struttura finanziaria, termine col quale si identifica la combinazione esistente tra capitale di debito e capitale di rischio all'interno di un'impresa.

Sebbene la dottrina concernente le determinanti della struttura finanziaria delle imprese sia piuttosto ampia e abbia prodotto una serie di risultati nel corso degli anni, (verificati empiricamente in prevalenza su dati di imprese statunitensi),<sup>8</sup> essa si è concentrata quasi esclusivamente su quelle relative alle imprese di grandi dimensioni, caratterizzate da un azionariato diffuso e da una struttura proprietaria incentrata sulla separazione tra proprietà e controllo. Tra le questioni più dibattute della logica economica d'azienda vi è quella volta a definire l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale, ossia uno specifico rapporto tra indebitamento finanziario e mezzi propri, il che massimizza il valore dell'impresa.

Fino a qualche anno fa si credeva che le teorie di finanza valessero indipendentemente dalle dimensioni per tutte le imprese. Oggi, invece ci si è resi conto che le peculiarità finanziarie delle piccole e medie imprese richiedono un approccio differente e più specifico dovuto alla scarsa apertura di queste al mondo esterno (soci esterni) e alla mancanza di titoli quotati in mercati ufficiali i quali rendono ancor più problematico il ricorso a nuovo capitale.

Il pensiero economico, come vedremo più avanti, non è ancora in grado di trovare una risposta al *capital structure puzzle*<sup>9</sup> e ogni considerazione in merito alla struttura finanziaria dell'impresa non può prescindere dall'analisi dell'impresa stessa. In altre parole, l'impresa di piccola dimensione deve essere vista più come una realtà differente dalla grande impresa (e non una grande impresa in embrione) per poter analizzare le scelte finanziarie e quelle di

---

<sup>8</sup> Ilya A. Strebulaev; Baozhong Yangc "The mystery of Zero-Leverage firms".

<sup>9</sup> Cfr Goldstein, Ju, e Leland (2001)

investimento. Al fine di comprendere la struttura finanziaria delle piccole imprese e il rapporto che queste hanno con i finanziatori esterni, bisogna capire, innanzitutto, quali elementi e caratteristiche contraddistinguono le imprese di grandi dimensioni.

Nel tempo, sono state proposte differenti teorie in merito alla struttura finanziaria delle imprese; esse, a prescindere dalla specifica formulazione, tendono a verificare:

- 1) l'esistenza di una "struttura finanziaria ottimale", ovvero quel mix ottimale di capitale proprio e di terzi che permette di massimizzare il valore dell'impresa;
- 2) in caso di risposta affermativa, i fattori che costituiscono gli "elementi critici" necessari all'ottenimento di questa particolare combinazione di fonti.

Nei paragrafi successivi vedremo quali sono le principali teorie a proposito della struttura finanziaria, considerando dapprima i fondamenti della "teoria classica", basata sull'idea secondo la quale il valore di mercato di una impresa sia inversamente proporzionale al suo costo del capitale, per poi accennare alle tesi di Modigliani-Miller, considerate universalmente il "punto di partenza" per l'approccio al problema dell'esistenza della struttura finanziaria ottimale.

Negli anni, allo scopo di avvicinare la teoria proposta alla realtà, sono state elaborate, togliendo alcune ipotesi semplificatrici e restrittive e prendendo spunto da riflessioni di carattere sociale, organizzativo, economico e perfino psicologico, altre teorie. Tra le più comuni e importanti ricordiamo:

- la teoria sull'influenza del fattore fiscale;
- *la trade-off theory*;
- la teoria dell'ordine di scelta (*pecking order theory*) come conseguenza della teoria delle asimmetrie informative;
- l'ipotesi dei segnali.

Ciascuna delle posizioni che analizzeremo, si centra su un apparato teorico solido, anche se in generale singolarmente, ciascuna di esse non sembra capace di spiegare il problema della struttura finanziaria ottimale di una impresa. Ogni approccio appare in sé coerente anche se sembra considerare solo alcuni fattori trascurandone, apparentemente, altri

Tante sono le variabili influenzanti la struttura finanziaria, molti sono gli effetti prodotti e le conseguenze che ne derivano. Quindi, essendo molti gli aspetti rilevati che impattano su essa, diverse sono le teorie sulla struttura finanziaria.<sup>10</sup>

Nella tabella 1, sono presentate in ordine cronologico le principali teorie sulla struttura finanziaria; nei paragrafi successivi verrà posta l'attenzione sulle teorie più rilevanti. Ripercorrendo le tappe fondamentali dei contributi teorici sui temi di struttura finanziaria, appare evidente una differenza sostanziale tra le prime formulazioni e le elaborazioni moderne: mentre le prime hanno natura deduttiva e carattere normativo basandosi su ipotesi riguardanti i mercati finanziari e contenendo dettami da seguire sempre alla ricerca di una coerenza interna del modello, nei contributi più recenti, invece, si nota lo sforzo di formulare inductivamente enunciazioni che, partendo dalla diretta osservazione dei comportamenti assunti, risultino coerenti al concreto agire degli operatori economici.

**Tabella 1. Teorie relative alla struttura finanziaria d'impresa.**

<b>Modigliani e Miller (1958)</b>	La scelta del <i>Leverage</i> è irrilevante in assenza di imposte.
<b>Modigliani e Miller (1963)</b>	La presenza delle imposte societarie riduce il costo dell'indebitamento. Diviene conveniente massimizzare il <i>Leverage</i> .
<b>Miller (1977)</b>	Anche in presenza di imposte personali il valore dell'impresa non è modificato dal suo grado di <i>Leverage</i> . Il rapporto ottimo di indebitamento esiste solo a livello dell'intero sistema d'impresa.
<b>De Angelo e Masulis (1980)</b>	Esistono imprese per le quali lo scudo fiscale è meno importante che per altre. Per

<sup>10</sup> Cfr. Monteforte (2001).

	questo il <i>Leverage</i> ottimale è inferiore.
<b>Altman (1984);</b> <b>Warner (1977); Chen, Kim (1979);</b> <b>Bradley, Jarrel, Kim (1984);</b> <b>Kane, Marcus, McDonald (1984);</b> <b>De Angelo e Masulis (1980).</b>	Esiste un rapporto ottimale di indebitamento per ogni impresa che si ottiene bilanciando da un lato i vantaggi fiscali (che continuano a sussistere anche in presenza di imposte personali) derivanti da un aumento del <i>Leverage</i> e dall'altro considerando i costi associati al dissesto (e i costi di agenzia).
<b>Jensen e Meckling (1976)</b>	La struttura finanziaria ottimale è quella che minimizza i costi di agenzia associati all'indebitamento e ai mezzi propri.
<b>Ross (1977);</b> <b>Leland e Pyle (1977)</b>	La struttura finanziaria e le modalità di copertura degli investimenti costituiscono un segnale sulla situazione dell'impresa e sulla qualità degli investimenti da finanziare.
<b>Myers (1984);</b> <b>Myers e Majluf (1984)</b> <b>Fazzari, Hubbard e Petersen (1988)</b>	Nel finanziarsi le imprese seguono un ordine di scelta.
<b>Harris, Raviv (1988)</b>	La scelta del grado di <i>Leverage</i> è influenzata da esigenze di controllo della società.
<b>Williamson (1988)</b>	La scelta della struttura finanziaria dell'impresa dipende dalla specificità degli

	investimenti aziendali e dai costi di transazione connessi all'uso dell'indebitamento e del capitale netto.
<b>Brandel, Lewis (1988); Sarig (1988) (entrambi) citati in Harris, Raviv (1991); Cornel, Shapiro (1987)</b>	Esistono delle relazioni tra il <i>Leverage</i> e i mercati finanziari in cui l'impresa opera. Imprese con capitale organizzativo netto elevato e che sopportano pretese e rivendicazioni da parte di <i>stakeholders</i> non finanziari devono fare un minor uso dei debiti.

*Fonte: Pennarelli, Dini (1995)*

### **1.3.1 Le Teorie di Modigliani e Muller (1958-1963)**

Prima dell'avvento degli studi condotti da Modigliani e Miller nel 1958, si era imposta, non senza critiche, la scuola di pensiero dei cosiddetti "tradizionalisti", alla quale facevano parte, tra gli altri, Dean (1951), Graham e Dodd (1951), Guthmann e Dougall (1955), Taylor (1956), Watermann (1957).

Secondo i tradizionalisti, un certo grado d'indebitamento aveva un certo effetto positivo sul valore delle imprese: in pratica si teorizzava l'esistenza di un coefficiente d'indebitamento ottimale<sup>11</sup>. L'approccio classico considerava l'esistenza di uno specifico rapporto tra debiti e capitale proprio in grado di minimizzare il costo medio ponderato del capitale e massimizzare il valore complessivamente investito nell'impresa.

Superata una determinata soglia relativa al rapporto esistente tra debito e capitale proprio, l'aumento del debito però produce oneri quali rischi finanziari, costi del dissesto, costi di transazione/negoziazione e così via, i quali incrementano il costo medio ponderato del capitale (rispetto a quello di un'impresa non indebitata) riducendo così il valore dell'impresa. In altri termini, la teoria classica affermava dunque che utilizzando adeguatamente la leva

<sup>11</sup> Cfr. Monteforte (2001).

finanziaria (ossia il rapporto tra indebitamento finanziario netto e patrimonio netto di un'impresa) si riusciva ad abbassare il costo medio ponderato del capitale, dato che il beneficio che l'impresa ha finanziandosi attraverso il debito non viene completamente eroso dal maggiore rendimento che gli azionisti richiedono per il più elevato rischio che questi devono sopportare a causa del debito stesso.

In base a tale teoria il mercato preferisce titoli di aziende con indebitamento moderato, visto che per tale tipologia di aziende il rischio percepito dagli investitori non aumenta all'interno di una certa "soglia di sicurezza". Una volta sfiorata questa soglia, sia i possessori del capitale proprio che i possessori del debito reagiscono richiedendo un maggior rendimento del capitale tale da compensare il maggior rischio percepito. Modigliani e Miller nel 1958 dimostrano invece che l'unico fattore che determina il valore del capitale investito non è la composizione delle fonti di finanziamento di tali attività, bensì la rischiosità stessa delle attività dell'impresa. Essi dimostrano che, se valgono determinate ipotesi, il valore dell'impresa non varia al variare della combinazione delle fonti di finanziamento (I Proposizione di M&M). Tale teoria si centra principalmente sui seguenti punti:

- inesistenza di imposte societarie e personali;
- possibilità da parte delle imprese e degli individui di ricorrere all'indebitamento senza limiti e alle stesse condizioni di tasso di interesse;
- capacità degli investitori nel percepire e conoscere la redditività futura dell'impresa;
- possibilità di suddividere le imprese in classi di "rendimento equivalente" e di "rischio equivalente";
- applicazione delle stesse condizioni delle imprese agli investitori.

Tuttavia, è importante constatare che nella realtà di tutti i giorni la probabilità che tutti i punti sopra elencati si realizzino è piuttosto bassa. Secondo Modigliani e Miller, almeno nella formulazione originaria della loro teoria, il valore dell'impresa è dato dalla redditività e dal rischio insito nell'attività di impresa; in questo caso, il passivo rappresenta solo la ripartizione tra capitale proprio e mezzi di terzi.

La tesi di M&M trae spunto dal cosiddetto "processo di arbitraggio" il quale sostiene che due attività presenti sullo stesso mercato non possono avere prezzi differenti. In un mercato efficiente il processo di arbitraggio impedisce che i valori di mercato di due o più imprese, appartenenti alla medesima classe di rischio, siano diversi solo a causa delle distinte strutture

finanziarie assunte dalle stesse. Se così non fosse vi sarebbe spazio per operazioni di arbitraggio, effettuate dagli investitori, che riporterebbero il mercato in equilibrio.

L'approccio di M&M è stato sottoposto, nel corso del tempo, a forti critiche fondamentalmente basate sul fatto che nella realtà i manager dedicano tempo e risorse alle decisioni di finanziamento e non si concentrano esclusivamente (come la conclusione di M&M lascia supporre) sugli aspetti "reali" della gestione aziendale, dato che non sembra possibile creare valore solo attraverso un'opportuna politica relativa alla scelta delle fonti di finanziamento. Gli stessi M&M propongono nel decennio successivo modifiche all'impianto originario. Tuttavia tale teoria ha offerto una solida base per le ricerche successive, e ha portato gli studiosi a indagare le possibili violazioni delle ipotesi M&M.

Modigliani e Miller (1963) dimostrano che, in un mercato privo di frizioni<sup>12</sup> le decisioni di finanziamento risultano essere irrilevanti: il valore di un'impresa è, cioè, determinato dalle attività reali e non dalla sua struttura finanziaria. Al fine di dimostrare la loro posizione, Modigliani e Miller ci invitano a pensare a due imprese (identiche nella composizione delle attività dello stato patrimoniale) generatrici dello stesso flusso di reddito operativo, ma, al contempo, differenti nella combinazione dei titoli emessi: l'impresa U (*Unlevered*) non è indebitata, mentre l'impresa L (*Levered*) lo è.

Supponiamo ora, di voler investire in una delle due imprese: la scelta tra esse dipenderà dalla nostra avversione al rischio se acquistassimo l'1% delle azioni dell'impresa non indebitata U il nostro rendimento sarebbe uguale all'1% dei suoi profitti. Se, invece, acquistassimo l'1% del debito e l'1% delle azioni appartenenti all'impresa indebitata L, il nostro rendimento sarebbe pari all'1% degli interessi + l'1% dei profitti al netto degli interessi passivi sul debito. Anche in questo secondo caso, dunque, il rendimento sarà uguale all'1% dei profitti.

Visto che, in un mercato perfetto, due investimenti che offrono lo stesso rendimento sono tenuti a mantenere lo stesso costo, il valore dell'impresa U non può che essere pari al valore dell'impresa L. Da questo esempio emerge il fatto che il valore di mercato di ogni impresa è, cioè, indipendente dalla sua struttura finanziaria.<sup>13</sup>

Modigliani e Miller (1958) analizzano, poi, i rendimenti delle fonti di finanziamento dell'impresa. Dagli studi condotti si percepisce che il tasso di rendimento atteso dagli

---

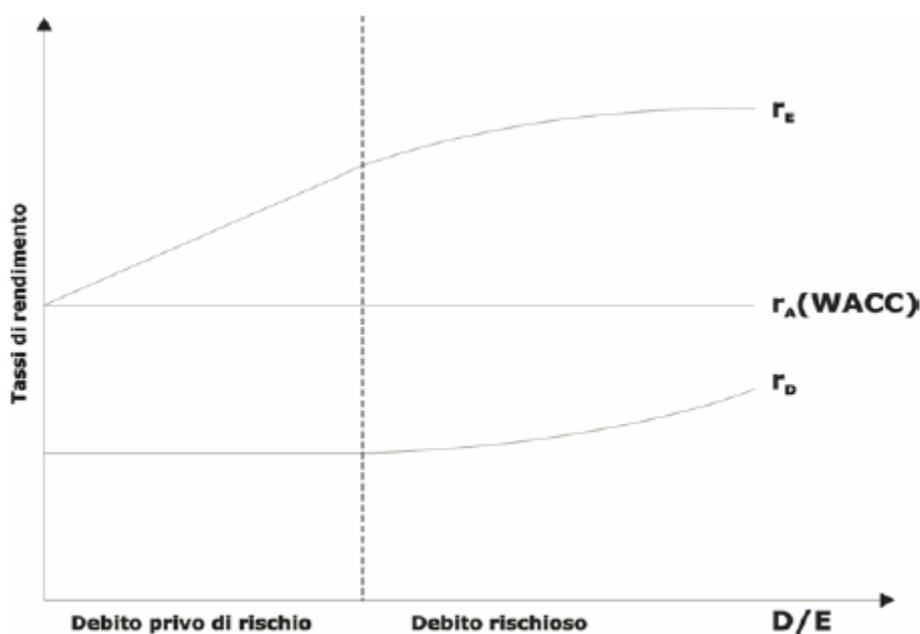
<sup>12</sup> Per mercato privo di frizioni si intende uno scenario in cui il tasso di indebitamento - impiego è uguale per individui e imprese, non ci sono costi di fallimento, d'agenzia, di asimmetrie informative e le aliquote fiscali sono pari a zero.

<sup>13</sup> La prima proposizione di Modigliani e Miller (1958) può essere applicata non solo alla scelta tra debito ed equity, ma a ogni scelta tra qualunque strumento finanziario.

azionisti di un'impresa indebitata aumenta in modo proporzionale rispetto al rapporto D/E (debito/equity) e ciò è vero finché il debito è privo di rischio.

Tuttavia, all'aumentare della leva finanziaria, aumenta il rischio del debito e il suo tasso medio di onerosità: si verifica, cioè, un trasferimento di una parte del rischio operativo dell'impresa dagli azionisti agli obbligazionisti che, avvertendo il maggior rischio, saranno disposti a concedere finanziamento all'impresa solo ad un tasso medio di onerosità più elevato. Inoltre, in seguito al minor rischio percepito dagli azionisti, la crescita del tasso di rendimento atteso del capitale rallenterà<sup>14</sup>.

**Figura 2. Andamento dei tassi di rendimento richiesti da azionisti e obbligazionisti all'aumentare del rapporto D/E**



Fonte: Guatri, 1998

Se la politica del debito fosse totalmente irrilevante, i rapporti di indebitamento reali dovrebbero variare da impresa a impresa e da settore a settore.

<sup>14</sup> Questa situazione di modifica dei tassi attesi di rendimento, l'unica variabile che rimane costante è il costo medio ponderato del capitale.

Riflettendo sulle loro ipotesi, qualche anno dopo Modigliani e Miller modificano il loro modello originario<sup>15</sup> rimuovendo l'assunzione di assenza della tassazione societaria.

Gli studiosi, a partire dal 1963, affermano che il valore di mercato di un'impresa indebitata è pari al valore di mercato di un'impresa finanziata esclusivamente tramite capitale proprio aumentato del valore attuale dei benefici fiscali. Poiché l'interesse sul debito è un costo deducibile fiscalmente, mentre non sono tali i dividendi e gli utili trattenuti, gli interessi sui debiti generano un risparmio fiscale.

### **1.3.2 La Teoria del Trade-off.**

Una teoria critica alla tesi di Modigliani e Miller proviene dalla *Trade-off theory* o teoria dei costi del dissesto; essa poggia sul fatto che esiste una categoria di costi, prima non considerata, legata alla componente del debito presente all'interno della struttura finanziaria di una impresa tale da portare l'impresa ad una situazione di dissesto e ad un eventuale fallimento.

Nel cosiddetto “*Mondo di M&M*”, data la presenza d'imposte societarie e della deducibilità fiscale degli oneri finanziari, il valore di mercato dell'impresa può aumentare con l'indebitamento, privo di rischio, grazie al vantaggio fiscale del debito rispetto al capitale proprio.

Ciò porta al paradosso dell'infinita possibilità dell'indebitamento, nel senso che la scelta ottima sarebbe quella di indebitarsi totalmente. Tuttavia, un'impresa eccessivamente indebitata può entrare nella cosiddetta fase di dissesto finanziario incontrando delle difficoltà nel rimborsare i prestiti ottenuti.

All'aumentare del rapporto d'indebitamento, il rischio operativo si trasferisce dagli azionisti ai finanziatori esterni che, però, richiedono in cambio dei tassi d'interesse più elevati (che tendono sempre più al *top-rate*). L'aumento dei tassi d'interesse genera maggiori oneri finanziari generando così difficoltà di rimborso da parte dell'impresa la quale ricorre a ulteriori prestiti a tassi ancora maggiori fin quando non troverà un finanziatore disposto ad accordarle una qualunque linea di credito.

L'eccessivo indebitamento provoca, così, difficoltà di rimborso dei debiti e può perfino portare al fallimento.

---

<sup>15</sup> *Le proposizioni si basavano su delle assunzioni così forti da spingere alcuni studiosi a definire gli scenari ipotizzati dai due studiosi “mondo di Modigliani e Miller”. Tra gli altri si ricordano Brealey, Mayers e Sandri (1999), Hubbard (1998) e Venanzi (1999).*

È evidente che tale meccanismo si riflette sul valore dell'impresa: si ha, cioè, un *trade-off* tra risparmi fiscali e costi del dissesto.<sup>16</sup> Nel caso in cui i livelli d'indebitamento siano modesti, il valore attuale dei risparmi fiscali sarà maggiore dei costi del dissesto, ma all'aumentare della leva finanziaria tale *gap* si ridurrà fino ad annullarsi.<sup>17</sup>

La struttura finanziaria ottima si registra nel momento in cui si raggiunge l'uguaglianza tra valore del beneficio fiscale e costo del dissesto derivante dall'utilizzo della leva finanziaria.

Sostanzialmente, i pericoli sono insiti sia nell'aumento dei costi conseguenti al rischio di crisi percepiti da soggetti terzi all'azienda sia dai costi del fallimento derivanti dalla crescita stessa dell'indebitamento.<sup>18</sup>

Una prima conseguenza del dissesto è che i soggetti finanziatori potrebbero limitare i finanziamenti verso l'impresa, pretendere compensi più elevati, o anche richiedere garanzie onerose. Tutto ciò determina la riduzione del valore di mercato dei titoli dell'impresa.

Le imprese, soprattutto quelle più rischiose, come le PMI, tendono quindi a fare ricorso al capitale di rischio in misura inferiore a quanto suggerito dalle teorie. In generale, i costi del fallimento vengono suddivisi in due categorie:

- Diretti, quali le spese legali e amministrative legate alla procedura concorsuale;
- Indiretti, originati dai costi causati da problemi organizzativi e gestionali derivanti da comportamenti opportunistici degli *stakeholders*. Questa categoria, non sempre di facile individuazione, comprende costi legati ad esempio al fatto che i fornitori possano essere riluttanti a detenere rapporti di affari con un'impresa che potrebbe non sopravvivere alla fase del dissesto, oppure al fatto che sul mercato del lavoro possa risultare più complesso assumere personale disposto ad operare in un'impresa in crisi.

In altri termini, nel determinare il grado d'indebitamento, un'impresa deve considerare, da una parte, sia il vantaggio fiscale del debito sia, dall'altra, la necessità di minimizzare i costi del fallimento, dal momento che essi riducono il valore dell'impresa di una somma pari al valore attuale dei costi di fallimento moltiplicando la probabilità che lo stesso si verifichi. Il concetto di *trade-off* è chiarito nella figura seguente.

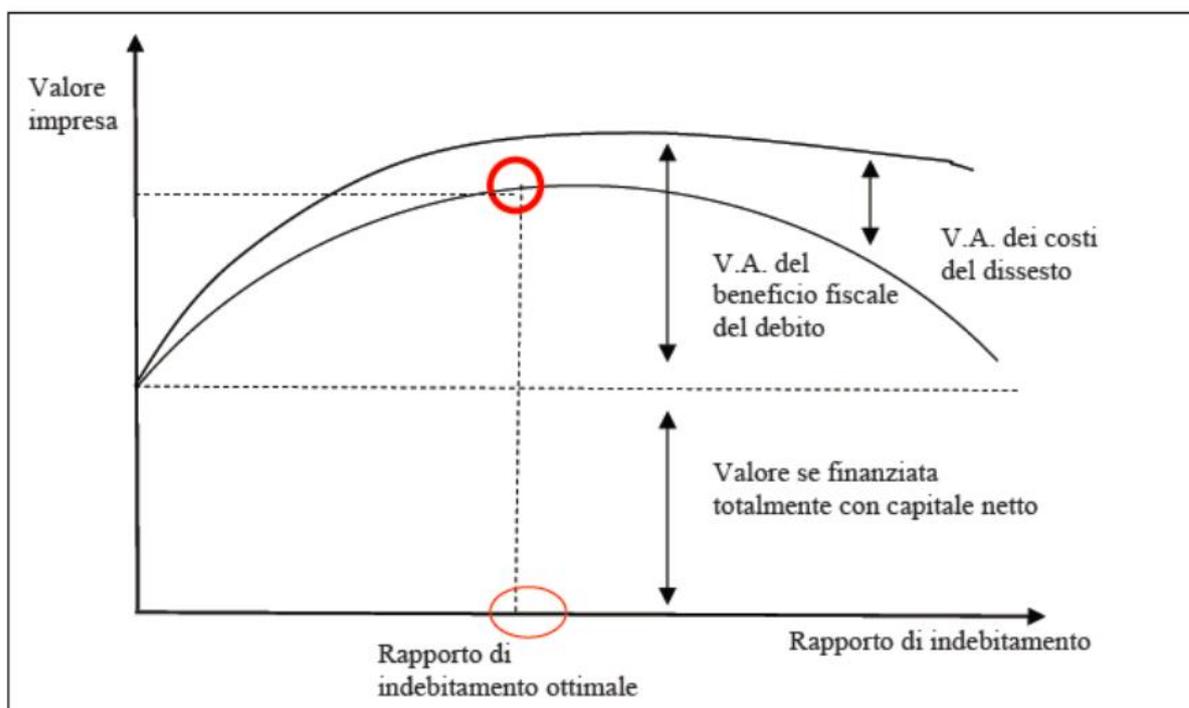
---

<sup>16</sup> Valore dell'impresa sarà, pertanto, costituito dal valore della stessa, come se finanziata totalmente tramite equity, dal valore attuale del beneficio fiscale dell'indebitamento ( $G$ ) e dal valore attuale dei costi del dissesto ( $DC$ ):  $WL = WU + G - DC$

<sup>17</sup> Il decremento del valore a causa dei costi del fallimento è, pertanto, pari al valore attuale dell'ammontare dei costi di fallimento ponderati per la probabilità che esso si verifichi.

<sup>18</sup> (Warner 1977, Altman 1984).

**Figura 3. La *trade-off Theory*.**



Fonte: Brealey, Myers, Sandri (2007)

La figura mostra, dunque, che il valore di un'impresa è ricavabile nel modo seguente:

Valore impresa = valore se finanziata con capitale netto + VA benefici fiscali – VA del dissesto.

In altre parole, l'operazione illustra che, se si eseguisse la miglior scelta possibile per il *trade-off* tra benefici fiscali dovuti alla deducibilità degli oneri finanziari e costi del dissesto, si determinerebbe il rapporto d'indebitamento ottimale, e, di conseguenza la struttura finanziaria ottima dell'impresa.

Il maggior pregio di questa teoria (sottoposta anche a numerose verifiche empiriche, che tuttavia non sempre confermano quanto predetto dalla *trade-off theory*) risiede nel riconoscere che i rapporti di indebitamento ottimi possono variare da impresa a impresa, e nel chiarire molte delle differenze nella struttura finanziaria dei vari settori: le società caratterizzate da attività tangibili, sicurezza e abbondante reddito imponibile dovrebbero tendere verso alti rapporti di indebitamento, mentre le società in perdita, rischiose e con attività intangibili (ad esempio le imprese in crescita e ad alta tecnologia) dovrebbero fare affidamento sul capitale netto.

### 1.3.3 *Pecking Order Theory* (La teoria dell'ordine di scelta)

La teoria dell'ordine di scelta nasce in seguito all'osservazione del comportamento di finanziamento delle grandi società statunitensi. Donaldson (1984) ha riscontrato, in un'indagine sulle scelte di finanziamento messe in atto da un pool di imprese americane, che l'obiettivo di lungo termine di molte di queste società riguarda il mantenimento di un tasso di crescita coerente alla capacità dell'impresa di generare fondi interni. In più, egli ha notato che esiste, persino, un pool di società che applica criteri più selettivi nella valutazione di progetti di investimento i quali necessitano finanziamenti esterni.

Le origini della *pecking order theory*, ossia la teoria finanziaria che definisce le gerarchie delle fonti di finanziamento delle imprese (*financial hierarchy*) risalgono alla tesi di Modigliani-Miller basata sull'irrelevanza della struttura finanziaria delle imprese.

Secondo la teoria tradizionalista esiste un forte *trade-off* tra le fonti di finanziamento delle imprese. Per comprendere al meglio la portata del fenomeno, è ragionevole fare riferimento al paradigma del "ciclo di vita dell'impresa", ossia osservare come variano le esigenze finanziarie delle imprese lungo tutto l'arco temporale del loro sviluppo. Vediamo nel dettaglio le origini, lo sviluppo e le implicazioni di tale teoria.

Partendo dall'irrelevanza della tipologia di finanziamento dell'attività, sancita dal teorema di Modigliani-Miller, che comporta appunto, come visto, l'invarianza, sotto certe condizioni, del valore complessivo dell'impresa rispetto alla composizione del finanziamento (debito, azioni, autofinanziamento), i risultati successivi hanno messo in luce molteplici ragioni che fanno dipendere il valore dell'impresa (e, quindi, il costo del capitale finanziario) dalla struttura del finanziamento (dell'attività complessiva ovvero del singolo progetto di investimento).

In sintesi, il teorema di Modigliani-Miller dimostra il fatto che i flussi di cassa complessivi dell'impresa, in determinate condizioni di rischio, sono dati dalle attese di rendimento su un orizzonte temporale rilevante, indipendentemente da come essi vengano ripartiti tra le fonti di finanziamento ovvero, semplificando, tra profitti (al capitale proprio) e interessi (al debito).

Inoltre, in seguito all'evoluzione di tale teoria principalmente basata sull'abbandono delle ipotesi di mercato perfetto dei capitali e su un'informazione identica per tutti gli operatori, ci si è soffermati, in un primo momento, sull'asimmetria informativa (*moral hazard* e *adverse selection*), giungendo alla conclusione che diverse strutture finanziarie riescono ad influenzare

in modo differente gli incentivi avvertiti dai manager e, quindi, la profittabilità attesa e il valore dell'impresa.

Jensen e Meckling, quanto a essi, (1976) prendono in considerazione i costi di agenzia conseguenti all'asimmetrica distribuzione delle informazioni tra le parti, facendo riferimento a quei costi, a carico dell'impresa, sostenuti per contenere i danni derivanti da comportamenti opportunistici e conflitti di interesse esistenti tra azionisti-creditori e azionisti-manager.

Secondo gli autori, infatti, l'aumento dell'indebitamento accresce la probabilità che i manager o gli azionisti effettuino delle scelte che determinano la redistribuzione della ricchezza a danno dei creditori (come la distribuzione degli utili, la scelta di investimenti eccessivamente rischiosi, la rinuncia ad investimenti che richiedono l'aumento di capitale, ecc.).

Ciò comporta, come vedremo dettagliatamente a breve, l'adozione da parte dei creditori di azioni difensive, come l'aumento del tasso di interesse o delle garanzie richieste.<sup>19</sup>

In sintesi, la struttura finanziaria ottimale sarebbe, in questo caso, quella in grado di minimizzare i costi di agenzia relativi al debito ed al capitale di rischio.

Arrivando al "cuore" della *pecking order theory*, una delle critiche più famose mosse nei confronti di M&M sembra essere quella avanzata da Fazzari, Hubbard e Petersen.<sup>20</sup>

Questi, alla fine degli anni '80, mettono in luce la non perfetta sostituibilità tra le fonti finanziarie proponendo, per di più, una gerarchia tra esse: le fonti interne, principalmente utili non distribuiti (autofinanziamento appunto) vengono preferite all'indebitamento bancario dal momento che il loro utilizzo non implica la presenza di costi di agenzia che sorgerebbero – sia ex-ante che ex-post – a causa dell'informazione asimmetrica tra imprenditore e finanziatore, come teorizzato da Jensen e Meckling nel 1976 e da Fama e Miller intorno agli anni 1972; proprio per tal motivo (ossia a causa dei fenomeni di selezione avversa e azzardo morale) il ricorso a fonti di finanziamento esterne tramite l'indebitamento risulta, per l'impresa, in generale più oneroso: è stato ampiamente osservato (Cfr. Berger e Udell 1998)<sup>21</sup> come questo problema sia ancora più amplificato per le imprese innovative o per le start-up.

---

<sup>19</sup> Secondo questa teoria, inoltre, i costi di agenzia dovrebbero essere inferiori per le imprese operanti in settori regolamentati (come ad esempio i servizi pubblici), poiché la probabilità che i manager sostituiscano le attività meno rischiose in attività più rischiose è ridotta. In questo modo, l'indebitamento dovrebbe essere favorito in queste imprese.

<sup>20</sup> E i loro predecessori, Myers (1984) e Myers e Majluf (1984).

<sup>21</sup> Basandosi su dati raccolti dal *National Survey of Small Business Finance* Berger e Udell (2002) elaborano una classifica delle principali fonti di finanziamento nelle piccole medie imprese statunitensi, sottolineando il fatto che siano risultati estendibili ai principali Paesi industrializzati. I dati evidenziano una netta predominanza, tra le fonti di finanziamento, di capitali attinti direttamente

Il finanziamento bancario viene a sua volta preferito all'emissione diretta di azioni per alcuni motivi fondamentali: il primo sta nel fatto che le banche possono ridurre le asimmetrie informative grazie alle loro attività di *screening* e *monitoring* riducendo così il costo di agenzia; il secondo motivo risiede nel fatto che le banche, avendo acconsentito a concedere un prestito ad una impresa, indirettamente comunicano un segnale positivo al mercato riguardo la reputazione delle imprese provocando così un aumento del valore delle affidate (teoria dei segnali che richiameremo successivamente).

La presenza di problemi di asimmetria informativa influenza pesantemente la politica di finanziamento e di investimento attraverso il manifestarsi di molteplici forme di conflitti d'interesse, sia tra manager e azionisti che tra azionisti e mercato dei capitali. Approfondiamo tali forme di conflitto.

Nella primo caso, i manager agiscono per il perseguimento dei propri interessi i quali possono divergere da quelli dell'impresa (Jensen, 1986). Tale contrapposizione di interessi può esplicitarsi, ad esempio, mediante la discrezionalità dei manager nel controllo del *free cash flow*. Sebbene il pagamento degli interessi sul debito riduca la disponibilità dei flussi di cassa e quindi la discrezionalità dei manager, gli azionisti possono utilizzare l'indebitamento come strumento per attenuare il problema di *moral hazard*.

Quanto al secondo caso, i manager, agendo per conto dell'interesse degli azionisti, sono incentivati a realizzare progetti di investimento più rischiosi e con rendimento atteso maggiore rispetto a quelli concordati con i finanziatori esterni.

Se l'investimento ha successo, l'impresa potrà appropriarsi del rendimento, altrimenti, in caso contrario, saranno i creditori i soggetti i quali subiranno i costi. Tale problema di azzardo morale accresce il costo dell'indebitamento e lo rende relativamente meno conveniente.

---

*dal proprietario o dai principali soci o familiari dell'imprenditore. La scelta di fare ricorso in via principale all'insider finance si deve alla diffidenza dei piccoli imprenditori a condividere con altri il controllo sulla propria impresa e al fatto che utilizzando risorse proprie gli imprenditori riescono ad eliminare alla radice i conflitti d'agenzia che possono portare al rifiuto da parte della banca di concedere il finanziamento. Le piccole e medie imprese non riescono tuttavia a finanziarsi in via esclusiva con il capitale del proprietario e diventa quindi necessario il ricorso al finanziamento bancario, utilizzando una delle diverse "tecnologie di prestito" esistenti e differenti tra di loro sulla base dei presupposti su cui si fonda l'erogazione del credito.*

Nel terzo caso, poiché i manager possiedono informazioni relative al valore della società non, tuttavia, accessibili al mercato, questi generalmente emettono nuove azioni quando l'impresa è sopravvalutata dal mercato.

Quest'ultimo, il mercato, percepisce anticipatamente questo comportamento e impone, così, uno sconto sulle azioni di nuova emissione, il cosiddetto *lemon premium* (Arkelof 1970, Myers e Majluf, 1984). In altre parole, l'emissione diretta di azioni (*public equity*) provoca in genere una riduzione dei costi azionari, dal momento che il mercato reagisce appunto pensando che i manager ritengono l'impresa sopravvalutata oppure incapace di ottenere altri finanziamenti; inoltre, quest'ultima strada implica costi diretti notevoli, per esempio costi di collocamento, rating ecc.

Ciò rende particolarmente più costoso il finanziamento azionario. In generale, quindi, le imprese sceglieranno questa via come l'ultima praticabile, essendo la strada più onerosa in assoluto.

Al contrario di quanto sostenuto dalla *trade-off theory*, secondo la teoria dell'ordine di scelta non esiste un grado di indebitamento obiettivo in quanto le due componenti di capitale netto, ossia autofinanziamento ed emissione azionarie, si posizionano all'opposto nell'ordine di scelta perseguito. Inoltre, i benefici dello scudo fiscale e gli eventuali costi del dissesto sono di secondaria importanza nella strutturazione delle scelte finanziarie.

La tabella 2 illustra le relazioni tra indebitamento ed opportunità di crescita, tra indebitamento e dimensione aziendale e, infine, tra indebitamento e profittabilità nell'ambito delle due teorie descritte in precedenza, quella del *trade-off* e quella della *pecking order*.

**Tabella 2. *Trade-off theory* vs *pecking order theory*.**

<b>Teorie a confronto</b>	<b>Rapporto indebitamento e dimensione</b>	<b>Rapporto indebitamento e Opportunità di crescita</b>	<b>Rapporto indebitamento e profittabilità</b>
<b><i>Trade off theory</i></b>	Le aziende di grandi dimensioni, visto il minor rischio di default (dovuto alla diversificazione delle	Maggiori sono le opportunità di crescita, minore sembra essere il ricorso al debito	Le imprese profittevoli dovrebbero avere un debito maggiore rispetto a quelle

	attività) avrebbero un merito di credito migliore e costi di finanziamento più bassi. (relazione positiva)	(relazione negativa).	poco profittevoli. (relazione positiva)
<b>Pecking order theory</b>	Le imprese di grandi dimensioni, essendo quelle più conosciute al pubblico, sono quelle che possono emettere con costi minori azioni e capitale di rischio. (relazione negativa)	Maggiore ricorso al debito in presenza di maggiori investimenti. (relazione positiva)	Le imprese più profittevoli sarebbero quelle meno indebitate (relazione negativa)

Fonte: Pennarelli, Dini.

In altre parole, possiamo affermare che la teoria “dell’ordine di scelta” si basa sull’ipotesi dell’esistenza di asimmetrie informative tra il *management* e il mercato finanziario. Le informazioni relative al valore dell’impresa, al rischio e ai rendimenti dei nuovi progetti di investimento sono quindi note agli azionisti e ai *manager* e non ai potenziali creditori.

Nel caso in cui si raccolga capitale azionario attraverso fondi interni, si ottiene, di conseguenza, un risparmio sia in termini di costi di emissione sia in termini di segnali negativi. L’annuncio di nuova emissione di azioni è, infatti, generalmente una notizia non gradevole per gli investitori: i *manager*, avendo informazioni riservate, sono stimolati a emettere azioni quando il prezzo del mercato è più alto rispetto alla reale valutazione dell’impresa.

Riconoscendo la possibilità di attuazione di tale strategia, gli investitori percepiscono la notizia di nuova emissione di azioni come un segnale negativo che li indurrà a rivedere la loro valutazione dell’impresa e a ridurre il prezzo di mercato delle azioni della stessa. Ciò spiega il motivo per il quale i *manager* preferiscono trattenere le risorse internamente piuttosto che

distribuirle agli azionisti sotto forma di dividendi e dover poi procedere, quando necessario, all'emissione di azioni. È ancora per tale ragione che, se l'autofinanziamento non è sufficiente ed è necessario ricorrere a fonti esterne, l'impresa preferisce l'emissione di debito a quella di capitale di rischio fino a quando il rischio di dissesto e i relativi costi si risultano essere accettabili e minori rispetto ai costi sostenuti per la raccolta di capitale mediante capitale di rischio.

Quando, infatti, l'ulteriore ricorso al debito aumenta, così come i rischi e i costi di dissesto, l'emissione di azioni non è più così sprovveduta. Ciò accade nelle imprese che si contraddistinguono per alti tassi di crescita e impieghi di alta tecnologia: poiché le loro attività sono principalmente immateriali e, per tale motivo, visto che il dissesto è particolarmente costoso, esse preferiscono finanziarsi prevalentemente tramite capitale di rischio.

In genere è, però, possibile affermare che:

1. Le imprese preferiscono il finanziamento interno, cioè il reinvestimento dei profitti (Autofinanziamento);
2. Le imprese adattano gradualmente il *pay-out* obiettivo alle opportunità di investimento da finanziare evitando variazioni brusche dei dividendi;
3. La stabilità dei dividendi e la variabilità della redditività generano flussi di cassa a volte superiori e a volte inferiori alle somme di cui necessita un'impresa. Ciò spinge il *management* a impiegare la liquidità in eccesso o rimborsando il debito e investendo in titoli negoziabili o attraverso la vendita di titoli se i flussi di cassa e la liquidità interna non sono sufficienti a coprire il fabbisogno finanziario;
4. Se è necessario il ricorso al finanziamento esterno, l'impresa preferisce i titoli più sicuri ricorrendo dapprima al debito e riservandosi come ultima risorsa l'incremento del capitale tramite emissione di nuove azioni.

Secondo la *Pecking Order Theory* non esiste come già detto, un rapporto di indebitamento ottimale; infatti il ricorso alle fonti di finanziamento esterne dipende dal fabbisogno di capitale per investimenti e dai flussi generati internamente, dal momento che gli utili non

distribuiti rappresentano i fondi più controllabili in assoluto, mentre le fonti esterne sono caratterizzate da elevati gradi di incertezza riguardanti non solo l'entità, ma anche i tempi e i costi di acquisizione.

Possiamo quindi dichiarare che, tale teoria mette in secondo piano l'importanza dei benefici fiscali dell'indebitamento affermando che le scelte di struttura finanziaria dipendono dallo squilibrio tra il *cash flow* interno e opportunità di investimento.

La teoria dell'ordine di scelta spiega, dunque, perché le imprese più redditizie, generalmente, ricorrono meno al debito finanziario rispetto le altre: esse necessitano di poco denaro esterno grazie a quello generato internamente, mentre le altre, non avendo fondi interni proporzionali agli investimenti ricorrono maggiormente al debito (essendo questo preferito dopo l'autofinanziamento e, comunque, prima del capitale proprio).

È bene evidenziare, ai fini del presente lavoro, come tale teoria spieghi la correlazione negativa tra la redditività e il rapporto di indebitamento all'interno di un dato settore: più le imprese dispongono di risorse interne meno esse faranno ricorso al finanziamento esterno.

La *Pecking Order Theory* identifica dunque una strategia di autosufficienza finanziaria mirata al conseguimento degli obiettivi manageriali di sopravvivenza e indipendenza, cioè alla salute di lungo termine dell'impresa e all'indipendenza e autosufficienza rispetto all'ambiente esterno.

#### **1.3.4 Le asimmetrie informative e la teoria dei segnali.**

In questo paragrafo approfondiremo il ruolo ricoperto dalle asimmetrie informative (richiamata brevemente nel paragrafo precedente) visto che le imprese, nel momento in cui cercano di ottenere dei vantaggi competitivi nei confronti dei concorrenti, tendono a mantenere segrete le informazioni concernenti lo sviluppo di nuovi prodotti, i progetti di investimento e le prospettive future dell'impresa stessa.

Le asimmetrie informative giocano un ruolo fondamentale anche nelle scelte di struttura finanziaria dato che una delle differenze principali tra il finanziamento tramite banche e quello tramite capitale di rischio (borsa) consiste proprio nel differente ruolo dell'informazione e nella diversa entità di quest'ultima.

Il finanziamento tramite borsa richiede informazioni pubbliche (fornite a tutti i possibili acquirenti del titolo emesso dall'impresa) costituenti l'*input* e, allo stesso tempo, l'*output* del prezzo di mercato. Nel finanziamento tramite società di credito (banche *in primis*), le informazioni circolano, invece, solo all'interno dell'impresa e della società finanziatrice assumendo, così, natura riservata.

Tuttavia, in entrambi i casi le informazioni potrebbero non distribuirsi in modo uniforme divenendo *asimmetriche*. L'asimmetria informativa è stata ipotizzata, inizialmente, per il mercato dei beni per essere, poi, estesa anche al mercato del credito. Come dimostrato da Akerlof (1970), l'asimmetria informativa può condurre alla paralisi degli scambi o all'attuazione degli scambi in condizioni subottimali per uno o più contraenti.<sup>22</sup>

Myers e Majluf (1984) hanno dimostrato che, ogni volta che anche solo una parte dei nuovi progetti di investimento non è finanziata dai vecchi azionisti, il ricorso a finanziamenti esterni (a diverso titolo) in presenza di asimmetrie informative può condurre a decisioni di investimento subottimali.<sup>23</sup>

---

<sup>22</sup>Le implicazioni della distribuzione asimmetrica delle informazioni sono rappresentate, essenzialmente, da due fenomeni: Selezione avversa (*adverse selection*). Tale problema emerge quando una delle parti partecipanti alla transazione economica possiede delle informazioni rilevanti che sono, però, sconosciute alla controparte. Nel caso del finanziamento delle imprese, queste hanno maggiori informazioni rispetto ai finanziatori.

Per evitare che informazioni incomplete possano generare costi di indebitamento troppo elevati le imprese dovrebbero "emettere dei segnali", tramite azioni appropriate, che riescano a superare l'asimmetria informativa (ad esempio garanzie, informazioni riservate ai finanziatori sui progetti di sviluppo e sui piani industriali, o con l'eventuale partecipazione azionaria del finanziatore).

Rischio morale (*moral hazard*). Sorge ogni volta che, dopo la stipula del contratto, non è possibile verificare perfettamente le affermazioni della controparte. Tale problema si riscontra, pertanto, nella fase di monitoring del finanziamento. Durante la vita a scadenza del finanziamento le imprese potrebbero fornire relazioni, bilanci, informazioni non perfettamente aderenti alla realtà al fine di ingannare i finanziatori e trasmettere loro solo parte del rischio effettivamente sopportato. Una soluzione a tale problema è rappresentato dagli incentivi ad agire onestamente.

<sup>23</sup> 23 La dimostrazione si basa sulle seguenti ipotesi:

- Asimmetria informativa tra il management e il mercato finanziario (che è efficiente giacché riflette nei prezzi le informazioni disponibili pubblicamente
- Assenza di imposte, costi di transazione e altre imperfezioni;
- Il tasso di interesse *free risk* è pari a zero; gli investitori sono neutrali rispetto al rischio (investono in base ai rendimenti);
- Il management agisce nell'interesse degli azionisti attuali che non modificano il loro portafoglio a causa delle decisioni d'impresa (gli azionisti sono "passivi");
- Si suppone che il management conosca, al tempo della valutazione, il valore degli investimenti detenuti dall'impresa e il valore che essa assumerà in futuro, ma sarà noto agli investitori (attuali e potenziali) solo al momento della realizzazione;
- Si suppone che il management conosca, al tempo della valutazione, la funzione di distribuzione del VAN dell'investimento realizzabile e il valore che effettivamente assumerà il VAN in seguito alla realizzazione dell'investimento. Tale valore sarà noto agli investitori (attuali e potenziali) solo al momento della realizzazione.

Se le disponibilità liquide prodotte internamente non sono sufficienti per poter finanziare l'investimento, è necessario ricorrere al finanziamento esterno. Supponiamo che il *management* valuti l'emissione di nuove azioni. Poiché esso agisce nell'interesse dei vecchi azionisti, la realizzazione del progetto sarà conveniente se il guadagno da esso derivato sarà maggiore della perdita dei vecchi azionisti a causa dell'ingresso dei nuovi azionisti. La nuova emissione di azioni comporta la riduzione del prezzo di mercato delle stesse<sup>24</sup>.

Pertanto, il *management* realizzerà l'investimento solo se il suo VAN positivo è tale da compensare la perdita di valore delle azioni possedute dai vecchi azionisti, rinunciando a realizzare progetti con VAN positivo, ma non sufficiente per remunerare la perdita dei vecchi azionisti.

Supponiamo, ora, che l'impresa possa emettere debito sicuro (per cui il rendimento richiesto è zero per le assunzioni viste). Essendo, così, il debito *free risk* assimilabile ai fondi liquidi interni, il management realizzerà tutti i progetti a VAN positivo. Se, invece, l'impresa è costretta a fare ricorso al debito rischioso, il *management* non realizzerà tutti quei progetti con VAN positivo, ma, comunque, non sufficiente per compensare la variazione del livello di indebitamento e il costo dello stesso.<sup>25</sup>

Se esistono rilevanti asimmetrie informative sul rischio dell'impresa il *management* potrebbe preferire l'emissione di nuove azioni al ricorso al debito a causa del rischio di selezione avversa. Infatti, l'emissione di debiti in tali condizioni comporta una perdita per gli azionisti che potrebbe spingere il *management* a ricorrere alle azioni o perfino a rinunciare alla realizzazione del proprio progetto.

Tanto più saranno forti le asimmetrie informative, tanto più le imprese preferiranno far ricorso all'emissione di azioni (se l'autofinanziamento non è sufficiente e se il VAN del progetto è tale da coprire la perdita derivante dalla riduzione del prezzo delle azioni) o rinunciare alla realizzazione del progetto.

E' evidente dunque che, se le imprese possono acquisire il vantaggio competitivo mantenendo segreti i propri progetti è, comunque, per loro fondamentale riuscire a comunicare in modo adeguato ai propri finanziatori (sia in fase di analisi del merito di credito che in fase di

---

<sup>24</sup> *Gli investitori, sapendo che il management preferisce emettere azioni quando esse sono sopravvalutate dal mercato, riducono il prezzo delle azioni immediatamente dopo l'annuncio della nuova emissione.*

<sup>25</sup> *È bene ricordare che il tasso di onerosità del finanziamento riflette il rischio d'impresa e del progetto. La variazione del rischio di impresa è, in questo caso, legata alla variabilità del VAN del progetto. Ciò fa sì che gli investitori, non conoscendo il valore che assumerà il VAN, richiederanno un premio per il rischio.*

*monitoring*) la propria situazione economico-finanziaria al fine di superare la selezione avversa e ridurre il rischio morale.

Quando le informazioni devono essere “segnalate” ai finanziatori del *management*, esso assume un ruolo dominante che non desta alcun problema solo finché agirà nell’interesse degli azionisti. La situazione cambia radicalmente quando viene eliminata tale ipotesi e vengono studiati e analizzati i problemi legati ai rapporti di agenzia: il *management*, se non sufficientemente motivato, potrebbe trarne vantaggio dal non inviare informazioni corrette al mercato.

Il modello di riferimento in questo ambito è quello di Leland e Pyle (1977). Riprendendo il concetto di conflitto di interesse tra manager e creditori (già accennato in precedenza), gli autori analizzano gli effetti dell’informazione asimmetrica, partendo dal presupposto che gli imprenditori conoscono le reali caratteristiche del progetto di investimento per il quale richiedono un finanziamento, mentre i creditori non hanno accesso a tale specifica informazione. Il conflitto di interesse si origina dunque in quanto i primi, attraverso la conoscenza delle reali caratteristiche dell’investimento, potrebbero praticare appropriate condizioni di finanziamento, mentre i secondi hanno interesse a presentare la propria situazione nella migliore luce possibile al fine di evitare il rischio di vedere negata la propria richiesta di fondi.

Poiché l’attività di *monitoring* da parte dei creditori risulterebbe alquanto costosa, il tasso di interesse applicato ai titoli di debito, e quindi il loro valore di mercato, si limiterebbe a riflettere la qualità media dei progetti finanziati.

Nei casi in cui il problema dell’informazione asimmetrica sia pervasivo, ovvero la frazione dei finanziamenti destinata a progetti di buona qualità sia relativamente bassa rispetto a quella destinata ai progetti di qualità inferiore, può accadere che il mercato dei capitali entri in crisi, poiché i creditori potrebbero decidere di non finanziare alcun progetto, indipendentemente dalla qualità, sapendo che comunque non rientrerebbero in possesso dei fondi erogati.

Affinché dunque l’interazione fra imprenditori e prestatori di fondi continui ad esistere, è necessario che gli imprenditori di buona qualità riescano a segnalare efficacemente la propria condizione. Ad esempio, uno dei possibili segnali di “bontà” dei progetti può essere individuato nella disponibilità dello stesso imprenditore ad investire capitale di rischio all’interno della propria impresa.

Leland e Pyle sviluppano in tal senso un modello di struttura finanziaria in cui i manager, dato il vincolo informativo, spingono gli imprenditori ad acquisire frazioni di capitale proprio nelle imprese superiori a quelle che gli stessi avrebbero detenuto se l'informazione sulla qualità degli investimenti fosse stata pubblica (osservabile dunque ex-ante).

La posizione assunta da tali studiosi conduce alla conclusione che la frazione di capitale di rischio detenuta dall'imprenditore aumenta all'aumentare della qualità del progetto di investimento. Secondo tale punto di vista, le imprese che presentano livelli di indebitamento più elevati risultano essere possedute da imprenditori che investono frazioni elevate della ricchezza personale nell'attività d'impresa avendo in definitiva una migliore qualità.

### **1.3.5 La teoria sull'influenza del fattore fiscale (gli scudi fiscali).**

Oltre alla presenza delle asimmetrie informative, un altro fattore che potrebbe causare l'imperfezione dei mercati – contrapponendosi così al cosiddetto “mercato perfetto” – è l'esistenza dell'imposizione fiscale. La tassazione influenza pesantemente le caratteristiche degli strumenti finanziari, visto che modifica il costo effettivo delle forme di raccolta per l'impresa, nonché il loro rendimento effettivo per l'investitore. Gli stessi Modigliani e Miller sono stati tra i primi a studiare le conseguenze della tassazione lasciando immutate le altre ipotesi di base.

Nella realtà esistono differenti normative tributarie vigenti in diversi paesi. Tali diversità sono dovute a particolari congiunture storiche o semplicemente dovute a specifiche scelte di politica economica. È possibile comunque affermare che:

1. se le uniche imposte presenti sono quelle societarie, la possibilità delle imprese di dedurre gli oneri finanziari costituisce per esse un incentivo a massimizzare l'utilizzo della leva finanziaria;
2. se oltre alle imposte societarie esistessero anche le imposte personali sui redditi di capitale, allora si potrebbe verificare:
  - Un vantaggio assoluto per una delle due fonti di finanziamento;
  - Una certa indifferenza nei confronti delle diverse fonti di finanziamento che potrebbero essere impiegate dall'impresa;

- Una situazione nella quale le caratteristiche del sistema fiscale sono così peculiari da rendere preferibile una determinata struttura finanziaria rispetto a un'altra.

A tal proposito è lo stesso Miller (1977) che, supponendo l'esistenza d'imposte personali, evidenzia come il debito finanziario possa generare un beneficio fiscale se e solo se l'imposizione fiscale personale sui proventi dei capitali investiti a titolo di credito sia inferiore all'imposizione fiscale personale sui redditi di capitale proprio. In altre parole, occorre bilanciare il debito in base alle aliquote d'imposta gravanti sulla società e sugli azionisti. In questo caso diviene conveniente per le imprese indebitarsi fino a quando l'aliquota di imposta personale da pagare sugli utili risulti essere superiore all'aliquota di imposta sugli interessi.

Partendo dalla formulazione di Miller (1977), De Angelo e Masulis (1980) costatano che la rilevanza della struttura finanziaria varia da impresa a un'altra e dipende dalla possibilità che ciascuna di esse ha di usufruire gli scudi fiscali alternativi al debito.

Lo scudo fiscale del debito costituisce un vantaggio per l'impresa solo se essa detiene un reddito imponibile piuttosto elevato e, la probabilità che questo accada in futuro risulta essere estremamente elevata.

Tale affermazione è più comprensibile ricordando il processo di formazione del reddito contabile e di quello fiscale.

Grazie alle cosiddette politiche di bilancio (riguardanti gli ammortamenti e gli accantonamenti ad esempio) le imprese sono in grado di sfruttare, nei limiti della legalità, scudi fiscali differenti dal debito consentendo loro di ridurre il risultato contabile d'esercizio.

La determinazione del reddito fiscale si ottiene, poi, compiendo una serie di rettifiche in aumento e in diminuzione del reddito contabile che permettono di modificare ulteriormente la base dell'imposizione fiscale. Ciò significa che il debito costituirà un vantaggio fiscale rilevante solo se il reddito d'esercizio è sufficientemente capiente.

Sulla base dei ricavi delle vendite e degli scudi fiscali diversi dal debito di cui essa dispone, ciascun'impresa perseguirà, così, la propria politica d'indebitamento al fine di raggiungere la propria condizione di equilibrio.

Se il *cash flow* atteso è minore dei pagamenti ai creditori, nonostante i suoi flussi di cassa siano interamente destinati ai finanziatori esterni, l'impresa, essendo insolvente e le imposte nulle, non potrà usufruire di scudi fiscali. Nel caso in cui il *cash flow* è maggiore della somma destinata ai creditori ma non sufficientemente capiente per accogliere gli scudi fiscali

alternativi al debito, l'impresa, anche se non avrà problemi nel remunerare i propri creditori, non potrà utilizzare, d'altro canto, i potenziali scudi fiscali.

Ancora, se il *cash flow* è maggiore della somma destinata ai creditori tale da eccedere la quota necessaria per sfruttare gli scudi fiscali diversi dal debito, l'impresa sarà in grado di utilizzare anche gli scudi fiscali derivanti dall'indebitamento.

De Angelo e Masulis (1980) dimostrano così che ciascun'impresa possiede una propria struttura finanziaria dipendente dalla distribuzione di probabilità del *cash flow* futuro e dall'ammontare degli scudi fiscali alternativi al debito.

Come i teorici appena citati, anche lo studioso Dammon (1988) dimostra il fatto che l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale per la singola impresa (al netto dell'influenza delle altre variabili esplicative del livello d'indebitamento), possa introdurre, nell'analisi, la tassazione personale progressiva.

Secondo Dammon (1988), come confermato in più dall'evidenza empirica, le imprese appartenenti allo stesso settore e aventi la stessa o simile struttura finanziaria possiedono le stesse caratteristiche e peculiarità rispetto, ovviamente, a quelle imprese operanti in settori diversi; ciò significa che le imprese con simili tecnologie di produzione hanno un'analogia distribuzione di probabilità del *cash flow* e, pertanto, avranno una somigliante struttura finanziaria e, cioè, un simile comportamento di finanziamento.

### **1.3.6 La Teoria dell'agenzia**

Accanto ai modelli in precedenza esaminati, il modello proposto dagli studiosi Jensen e Meckling (1976) valuta i rapporti di agenzia complementari alle determinanti delle strutture finanziarie messe in luce dalla teoria del *Trade-off*.

Le decisioni finanziarie delle imprese hanno l'obiettivo di massimizzare il valore dell'impresa. In termini operativi tale affermazione si traduce nell'obiettivo di creare valore per gli azionisti, ma è una forzatura affermare che gli interessi degli azionisti riassumono gli interessi di tutti gli altri stakeholder. Quando si ha un rapporto di agenzia, l'agente sceglie e compie un'azione la quale influenza il benessere del principale, in nome del quale agisce, e il proprio. Quando l'azione dell'agente non è direttamente osservabile, egli può intraprendere delle azioni non necessariamente mirate al benessere del principale. Nel momento in cui diviene necessario controllare il lavoro e il comportamento tenuto dagli agenti, sorgono dei

costi di agenzia. In alcuni casi capita che gli agenti, per perseguire finalità personali, sono indotti a tenere un comportamento scorretto a discostarsi dalle decisioni portate avanti dall'impresa relative alla massimizzazione del valore di questa; per tale motivo il principale dovrà sostenere dei costi relativi al controllo degli agenti spingendoli così ad agire nel modo più congruo possibile.

Secondo la Teoria dell'Agenzia il livello d'indebitamento ottimale deriva dal *trade-off* dei costi e benefici del debito, costi e benefici del capitale di rischio, rapporti di agenzia tra azionisti e creditori e rapporti di agenzia tra azionisti e management.

Per quanto concerne i rapporti di agenzia tra azionisti e creditori, i costi del debito devono comprendere, non solo i costi già evidenziati dalla teoria del *Trade-off*, ma anche quelli generati dal controllo, dall'imposizione di vincoli (espressi spesso in particolari clausole di contratto) e dalla perdita di valore a causa di scelte non ottimali d'investimento sfuggite al controllo.

Quando il debito rischioso diviene particolarmente elevato e quindi è altamente probabile il rischio di fallimento dell'impresa, le decisioni del management (che dovrebbe agire nell'interesse degli azionisti) potrebbero danneggiare i creditori, nel momento in cui le loro decisioni e azioni produrrebbero ricchezza a sfavore dei creditori. E', inoltre, dimostrabile che l'esistenza di debito rischioso sia fonte di decisioni non ottimali anche nei periodi immediatamente precedenti e successivi all'eventuale fallimento.<sup>26</sup>

La teoria in esame non ha, però, solamente evidenziato i costi aggiuntivi del debito, ma anche i benefici a esso derivanti non evidenziati prima. Il debito svolge, infatti, la funzione di controllo sulla discrezionalità manageriale. Quando l'impresa genera *cash flow* in eccesso rispetto alle esigenze finanziarie interne, il peso degli oneri finanziari ed eventualmente delle quote capitale da rimborsare, riduce il rischio di comportamenti del *management* i quali sarebbero non ottimali per l'impresa, volti al perseguimento di fini personali. Il debito consente, cioè, di ridurre i costi di agenzia dell'*equity*. Tale controllo relativo alla discrezionalità manageriale viene esercitato dai finanziatori perché essi, in virtù della propria posizione e del *monitoring* costante effettuato per ridurre il rischio di credito, sono in grado di influenzare le decisioni di gestione massimizzando i risultati ma, al contempo, contenendo i rischi di gestione<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Si veda Venanzi (1999).

<sup>27</sup> In questa analisi si assume una distribuzione simmetrica delle informazioni o, almeno, un'asimmetria informativa non rilevante.

Accanto al rapporto tra azionisti e creditori appena esposto, il secondo conflitto ricorrente riguarda gli azionisti e il *management*.

In particolare, nelle imprese ad azionariato diffuso (per esempio le *Public Companies*) la separazione tra proprietà e controllo garantisce ampio margine di discrezione alle decisioni manageriali e, a volte, gli obiettivi degli azionisti e dei *manager* non sono compatibili tra loro. Mentre gli azionisti mirano all'ottimizzazione del valore dell'impresa, i *manager* potrebbero essere interessati alla crescita dell'impresa (che aumenta il loro potere) o, ad esempio, allo sviluppo delle vendite nell'immediato a scapito della reputazione e dei profitti di lungo periodo al fine d'incrementare il loro prestigio. Gli azionisti sopportano, così, il rischio che i *manager* perseguano anche obiettivi personali oltre a quelli d'impresa. Ancora una volta il rapporto di agenzia genera dei costi legati al controllo del *management* e alla ricerca dei giusti incentivi.

Il rischio morale insito nei contratti di agenzia nasce da un conflitto di base tra assicurazione e incentivi. Gli azionisti possono, però, ridurre il rischio morale determinando una struttura salariale che inciti il *management* alla massima efficienza. In base al vincolo di compatibilità con gli incentivi, la retribuzione deve essere tale da stimolare il dipendente all'impegno elevato.<sup>28</sup>

Anche quando l'operato del *management* può non essere osservato direttamente dagli azionisti, la gestione dell'impresa può essere verificata con altri strumenti, quali il paragone con i concorrenti o con il concorrente principale, se le imprese operano in condizioni omogenee. Quando, invece, la società è quotata in Borsa, l'impresa è sempre controllata dal mercato finanziario che, esprimendo ogni giorno un prezzo pubblico, segnala agli interessati la sua valutazione dell'azienda determinandone il costo del capitale. Il *management* così, pur non essendo controllato direttamente dagli azionisti, è sottoposto a valutazione da parte del mercato motivandolo all'efficienza (disciplina del mercato).

#### **1.4 I metodi di valutazione dei vincoli finanziari**

Dall'analisi delle teorie di definizione delle strutture finanziarie delle imprese viste precedentemente si evince una forte correlazione tra le scelte finanziarie e la realizzazione dei progetti di investimento: in particolare, l'investimento ottimale sembrerebbe essere

---

<sup>28</sup> Veda Tirole (1991).

condizionato dalla disponibilità di fondi interni; di conseguenza, un'impresa sarà sottoposta a vincoli finanziari quando questa sarà costretta a rinunciare all'esecuzione di progetti di investimento che, seppur profittevoli, non sarà in grado di finanziare.

Alcuni autori hanno verificato empiricamente l'ipotesi che le decisioni d'investimento delle imprese sono determinate non solo dalla redditività del progetto ma anche dalla disponibilità di finanza interna.

L'obiettivo di questo paragrafo è quello di presentare in sintesi alcuni modelli utilizzati per verificare se i programmi di investimento delle imprese sono soggetti a vincoli finanziari.<sup>29</sup>

Gli approcci più comunemente diffusi sono il modello della Q di Tobin e l'equazione di Eulero.

Secondo il modello della Q di Tobin<sup>30</sup> in assenza di asimmetrie informative la domanda di investimento è funzione solo della Q (marginale) di Tobin, mentre in caso di distribuzione asimmetrica delle informazioni la domanda di investimento delle imprese dipende anche da altre variabili relative alla disponibilità della finanza interna.

La Q di Tobin deriva da un rapporto *Market to Book Value* il che assume la seguente forma :  $(V+B-N)/K$ , in cui V è il valore di mercato del capitale azionario, B è il valore di mercato del capitale di debito, N è il valore di mercato delle scorte e K è il valore di sostituzione del capitale.

Per verificare la sensibilità degli investimenti alla liquidità generata dall'impresa, la Q di Tobin è posta in relazione agli investimenti attraverso la seguente equazione:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_t = \beta_0 + \beta_1 Q_{t-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{t-1}$$

Dove  $(I/K)$  indica l'investimento normalizzato per la stima del valore di sostituzione del capitale, "Q" è la Q marginale di Tobin, utilizzata come indicatore delle opportunità di investimento dell'impresa,  $(CF/K)$  rappresenta la liquidità, sotto forma di *cash flow*, generata dall'impresa e normalizzata per la stima del valore di sostituzione del capitale.

Sebbene sia coerente con la trattazione teorica,<sup>31</sup> purtroppo da un punto di vista empirico, l'utilizzo della Q di Tobin pone dei problemi di applicabilità del metodo, dovuti, in

---

<sup>29</sup> Per una rassegna completa si vedano, tra gli altri, Schiantarelli (1995) e Harhoff (1998).

<sup>30</sup> L'intera letteratura di questo filone si riconduce a Fazzari, Hubbard e Petersen (1988).

<sup>31</sup> Se in assenza di asimmetrie informative, la domanda di investimento è solo funzione della Q marginale di Tobin, in mercati caratterizzati da svantaggio informativo dei finanziatori, essa dipende anche dai costi informativi e dall'eventuale *lemons premium* che bisogna corrispondere ai finanziatori affinché possano tutelarsi dal problema della selezione avversa.

particolare, alla misurazione della  $Q$  marginale di Tobin<sup>32</sup> e del costo di sostituzione del capitale.<sup>33</sup>

Inoltre, i risultati pongono problemi di interpretazione, poiché il contenuto informativo della sensibilità degli investimenti al *cash flow* non è univocamente interpretabile, in quanto una dipendenza degli investimenti dalle variabili finanziarie non costituirebbe evidenza indiscussa della presenza di vincoli finanziari (Kaplan e Zingales 1997; Gomes 2001; Abel e Eberley 2002)<sup>34</sup>. Si pensi, ad esempio, a un'impresa che sostiene costi di aggiustamento strettamente convessi. L'investimento corrente dipenderebbe dalle aspettative in merito alle variazioni dello stock di capitale desiderato e, se le informazioni sul *cash flow* aiutano a prevedere l'output futuro, allora tale variabile finanziaria avrà potere esplicativo anche nella determinazione dell'intensità di investimento dell'impresa (Nickell 1978). Visti gli innumerevoli problemi metodologici emersi dal modello della  $Q$  di Tobin, gli studiosi hanno formulato un approccio alternativo che potesse meglio testare l'influenza dei vincoli finanziari sulle scelte d'investimento delle imprese, ovvero l'equazione di Eulero<sup>35</sup>. Uno dei principali vantaggi è quello legato al non utilizzo d'indicatori di redditività basati su valutazioni di mercato. È bene porre l'accento che, sia quest'approccio, sia il metodo della  $Q$  di Tobin, nascono da un unico modello, basato sull'assunzione della convessità dei costi di aggiustamento il che cerca di risolvere il problema della ottimizzazione intertemporale del valore delle imprese.

Diversamente dal metodo della  $Q$  di Tobin, l'equazione di Eulero testa non è altro che un'equazione la quale non utilizza come misura della redditività attesa la  $Q$  media, ma bensì, una diversa condizione di primo ordine. Individuando la condizione che caratterizza il sentiero d'investimento ottimale, ogni deviazione dei parametri stimati da quelli attesi indicano un'anomalia nel comportamento d'investimento delle imprese.

La verifica della presenza di eventuali vincoli finanziari si basa sull'analisi di eventuali deviazioni dai valori attesi dei parametri del *cash flow*.

Altri teorici, quali Bond e Meghir (1994), partono dall'assunzione che ogni impresa cerca di massimizzare il valore attuale dei flussi di cassa attesi per il futuro, tenendo conto dei costi di

---

<sup>32</sup> Essendo la  $Q$  marginale di Tobin una variabile non osservabile, essa viene approssimata dalla  $Q$  media. Le due coincidono solo in caso di rendimenti di scala costanti, concorrenza perfetta ed in presenza di un unico fattore di produzione, quasi fisso.

<sup>33</sup> La valutazione del costo di sostituzione del capitale risente del fatto che nelle applicazioni si utilizza il metodo dell'inventario permanente sui dati di bilancio.

<sup>34</sup> Questo problema caratterizza l'interpretazione dei risultati di tutti i modelli che usano la variabile *cash flow* quale indicatore della disponibilità della finanza interna.

<sup>35</sup> L'articolo di riferimento per tutta la letteratura che aderisce a questo filone è Bond - Meghir (1994).

aggiustamento, degli investimenti e del vincolo di accumulazione del capitale. Se vi fosse disponibilità simmetrica delle informazioni e se l'azionista marginale fosse neutrale rispetto al rischio, l'equazione di Eulero consentirebbe di individuare l'investimento ottimale attraverso una condizione di primo ordine. Tale condizione riflette la convenzionale condizione marginale ottimale: il costo marginale dell'investimento è pari ai profitti attesi al netto del costo di utilizzo del capitale e dei risparmi di costo attesi, in caso di mancato incremento dei costi marginali.

Anche l'equazione di Eulero, così come le altre, non è, però, esente da critiche, le principali delle quali sono connesse alla distribuzione temporale uniforme dei vincoli finanziari e all'utilizzo di dati *panel* con una dimensione temporale adeguata.

La prima delle due critiche è dovuta al fatto che l'equazione di Eulero derivante da un problema di ottimizzazione dinamica è una soluzione che tiene conto di deviazioni temporanee dell'investimento ottimale, trascurando però quelle permanenti (Bertsekas 1976). Pertanto, l'equazione di Eulero non è in grado di verificare la presenza di vincoli finanziari, quando questi si protraggono e risultano essere costanti nel tempo.

La seconda critica riguarda il fatto che, se da un lato le serie storiche troppo corte non consentono di ottenere stime attendibili, dall'altro le serie storiche troppo lunghe rischiano di compromettere l'analisi.

Si pensi all'evoluzione delle imprese nel tempo e in particolare al loro ciclo di vita. Considerando serie storiche troppo lunghe, si rischia di non tener conto della loro crescita o del loro declino nel tempo e dei conseguenti diversi vincoli finanziari a cui queste sono sottoposte. Inoltre, e in modo analogo al modello della Q di Tobin, i parametri stimati sono sensibili ai processi di normalizzazione e, in particolare, all'instabilità nel tempo del parametro dei costi di aggiustamento (Schiantarelli 1995)<sup>36</sup>.

## **1.5 Sistemi finanziari orientati agli intermediari e sistemi finanziari orientati al mercato**

Al di là delle diverse teorie che cercano di dare una spiegazione su quali sono gli elementi che influenzano maggiormente le imprese nel processo di scelta della struttura di finanziamento

---

<sup>36</sup> Anche in questo caso è un problema di evoluzione nel tempo: i costi di aggiustamento (e quindi la sensibilità al cash flow) potrebbero essere diversi nel tempo, cioè diversi per la stessa impresa che all'inizio del periodo di osservazione è percepita molto rischiosa, ad esempio perché in fase di start up o perché il mercato nel quale opera è in crisi, mentre la percezione del rischio diminuisce successivamente.

ottimale, altri elementi influenzano tale scelta come ad esempio il “Sistema Paese” in cui l’impresa si trova ad operare.

Il sistema Paese si distingue in:

1. Sistemi finanziari orientati agli intermediari e quindi orientati all’utilizzo delle fonti di finanziamento esterne (debito bancario prevalentemente) da parte delle imprese per poter finanziare il proprio business (ad esempio “Modello continentale”).
2. Sistemi finanziari orientati al mercato e quindi orientati all’utilizzo delle fonti di finanziamento interne (obbligazioni e azioni) da parte delle imprese per poter finanziare il proprio business. (ad esempio “Modello anglosassone”).

Prima di passare all’analisi delle caratteristiche di ogni singolo modello, sarebbe utile presentare un breve *excursus* del sistema finanziario in generale. Cosa si intende con sistema finanziario? Un sistema finanziario è un’infrastruttura complessa, composta da intermediari, mercati, strumenti e regole, che svolge un ruolo fondamentale all’interno del sistema economico<sup>37</sup>. Il sistema finanziario (Figura 3) si colloca al centro di un circuito composto da banche ed altri intermediari, investitori istituzionali e mercati.

Ai due estremi vi sono gli operatori aventi rapporti con il sistema finanziario: da un lato le famiglie, le quali vantano depositi e altre forme di credito verso le banche e altri intermediari, possiedono quote di fondi comuni (e strumenti emessi da investitori istituzionali), titoli azionari e obbligazionari; dall’altro lato vi sono le imprese e il settore pubblico, i quali ricevono finanziamenti da banche e altri intermediari in qualità di prestiti e dal mercato in forma di azioni e obbligazioni.

Ai vertici del circuito vi sono le cosiddette autorità di vigilanza.

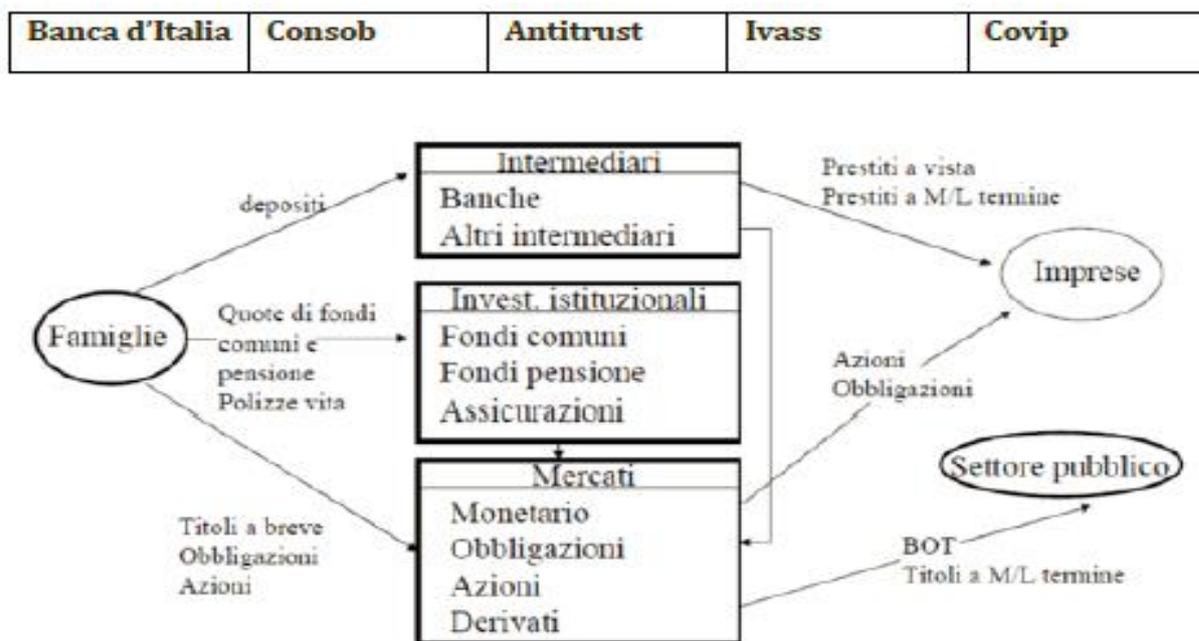
Queste hanno il compito di assicurare il rispetto delle regolamentazioni così come il corretto funzionamento degli operatori, ciascuna nel proprio ambito di competenza. I sistemi finanziari svolgono importanti funzioni nell’ambito del sistema economico. In primo luogo, la funzione monetaria attraverso la quale il sistema finanziario garantisce l’efficienza del sistema dei pagamenti che sta alla base della funzionalità degli scambi. Tale funzione è svolta dal sistema bancario: Banca Centrale e banche rappresentano i soli soggetti aventi la facoltà di fornire agli operatori economici i mezzi di pagamento attraverso la creazione di proprie passività, che sono universalmente accettate come mezzo di pagamento. L’esercizio della funzione

---

<sup>37</sup> Cfr. Paola Borgini, Maria Luisa Di Battista, Laura Nieri, Arturo Portarniello, “Il sistema finanziario”; ed. Mulino 2004

monetaria è dunque una caratteristica che distingue gli intermediari bancari dalle altre istituzioni finanziarie presenti nel sistema.

**Figura 4. Schema del sistema finanziario italiano**



*Fonte: Banca d'Italia*

Alla funzione monetaria se ne aggiunge una seconda propria del sistema finanziario; si tratta di quella creditizia, consistente nel trasferimento di risorse dai risparmiatori<sup>38</sup> agli investitori<sup>39</sup>, la cui relazione viene determinata dal trasferimento delle risorse finanziarie nello spazio e nel tempo.

Maggiore è la dissociazione fra centri di formazione del risparmio e centri di decisione degli investimenti, più il ruolo di allocazione delle risorse svolto dal sistema finanziario diviene necessario.

Tale situazione si realizza nel momento in cui alcuni soggetti (o interi settori istituzionali) si caratterizzano per la funzione di accumulazione del risparmio e altri si specializzano invece nella funzione d'investimento. Così facendo, i primi dispongono di risorse ma non hanno intenzione di impiegarle direttamente in attività reali, mentre i secondi hanno progetti di

<sup>38</sup> *Soggetti in surplus finanziario le cui entrate sono maggiori delle uscite.*

<sup>39</sup> *Soggetti in deficit finanziario le cui uscite sono maggiori delle entrate.*

investimento (in attività reali) ma non le disponibilità economiche necessarie alla loro realizzazione.

Il sistema finanziario, perciò, ha il compito di soddisfare le esigenze di fabbisogno finanziario di soggetti con interessi tra loro contrapposti: datori di fondi e prenditori di fondi.

L'incontro tra unità in avanzo e in disavanzo può avvenire tramite i circuiti diretti via mercati e indiretti mediante l'intervento di intermediari. Importante è anche la funzione di gestione dei rischi: il sistema finanziario consente di distribuire, trasferire e frazionare i rischi tra le diverse unità economiche. Tale funzione è attuata mediante l'utilizzo di specifiche tecniche gestionali (portfolio management, cartolarizzazione ecc.) e per mezzo dell'offerta di strumenti contrattuali ad hoc quali contratti a termine su merci e su strumenti finanziari, strumenti finanziari derivati o polizze assicurative.

Infine il sistema finanziario svolge la funzione di trasmissione della politica monetaria sull'economia reale, essendo il veicolo attraverso il quale si perseguono gli obiettivi di politica monetaria, avente come principale scopo la stabilità dei prezzi. Un ruolo preponderante viene svolto, ancora una volta, dagli intermediari bancari. Infatti la banca centrale è responsabile della condotta della politica monetaria, grazie all'immissione di moneta e alle manovre di variazione dei tassi d'interesse che innescano delle reazioni nel comportamento degli operatori economici in termini di consumi e investimenti. Meccanismi e velocità delle reazioni tra variabili monetarie e finanziarie (sotto il controllo della banca centrale) e variabili reali (derivanti dal comportamento degli operatori) dipendono dalle caratteristiche strutturali del sistema finanziario.

I sistemi finanziari si distinguono in base al tipo di strumenti finanziari scambiati e in base alla centralità degli operatori nella definizione delle regole; parliamo così di sistemi orientati agli intermediari e di sistemi orientati alla borsa o al mercato.<sup>40</sup>

I primi sono quei sistemi finanziari in cui le imprese finanziano i loro investimenti e le loro necessità a breve facendo ricorso principalmente al credito richiesto agli intermediari finanziari, in particolar modo le banche (fenomeno denominato "banco-centrismo").

I secondi sono invece quei sistemi finanziari in cui le imprese finanziano i mezzi propri e di debito esterno facendo ricorso a mercato dei capitali mediante l'emissione di azioni e obbligazioni. Qui ci si riferisce al cosiddetto "mercato-centrismo".

---

<sup>40</sup> *La distinzione introdotta per descrivere i diversi modi in cui viene finanziato l'investimento industriale si deve prima a Rybczynsky poi viene ripresa ed estesa all'ambito generale di efficienza, competitività e stabilità, da Allen e Gale (2000).*

Le banche rappresentano gli intermediari per eccellenza. La loro attività principale consiste nel raccogliere depositi presso il pubblico dei risparmiatori per poi trasferirli alle imprese sotto forma di prestiti a breve termine. Questi, a sua volta, sono utilizzati dalle imprese per finanziare il capitale circolante, ovvero le spese correnti e i costi di produzione (pagamenti di salari, stipendi, fornitori). Gli investimenti in capitale fisso invece, sono garantiti attraverso l'autofinanziamento e il conferimento di mezzi propri da parte degli azionisti.

L'attività delle banche si estende dagli ambiti tradizionali ad un coinvolgimento diretto nel finanziamento degli investimenti industriali di medio e lungo termine e nell'acquisizione di partecipazioni dirette nel capitale delle imprese sotto forma di capitale di rischio.

Mediante la comparsa di nuovi mercati dei capitali (come i mercati dei prodotti finanziari derivati) si ha la possibilità di ridurre e trasferire i rischi finanziari di difficile gestione per le imprese industriali come i rischi derivanti dalle variazioni dei tassi di interesse e di cambio. Così facendo, l'importanza dei mercati come fonte di provvista di fondi (diversa dal risparmio delle famiglie) per le banche e per gli altri intermediari finanziari aumenta (mercati interbancari, emissione di obbligazioni bancarie, ecc.).

L'orientamento del sistema finanziario dipende, però, anche dal grado di coinvolgimento che lo Stato ha nel finanziamento degli investimenti industriali. Nei paesi anglosassoni tale coinvolgimento appare meno evidente rispetto ai paesi dell'Europa continentale. A parità di livello di sviluppo economico, i Paesi anglosassoni registrano una maggiore prevalenza all'orientamento ai mercati, mentre nei paesi dell'Europa continentale, sono gli intermediari i soggetti prevalentemente più presenti sul dato territorio. In altre parole, Rybczynsky identifica un orientamento agli intermediari nei sistemi finanziari dei paesi dell'Europa Continentale e in Giappone, mentre un orientamento al mercato nel sistema finanziario inglese, e un orientamento fortemente sbilanciato verso il mercato nel sistema finanziario statunitense.<sup>41</sup>

Una volta identificati i due modelli di sistemi finanziari e averne delineato il percorso evolutivo in base allo sviluppo economico dei diversi Paesi e all'intervento dello Stato nell'economia del Paese, vediamo ora le loro principali caratteristiche.

---

<sup>41</sup>Rybczynsky T.M. (1996), «*Investment Banking: Its Evolution and Place in the System*», in E.Gardner, P. Molineux, *Investment Banking, Theory and Practice*, London, Euromoney.

I sistemi *market based* presentano una elevata concorrenza tra gli intermediari finanziari, soprattutto per quanto riguarda il settore delle banche commerciali. In tali sistemi, si vengono a distinguere nettamente i ruoli complementari delle banche commerciali – specializzate nella raccolta di depositi e nell'erogazione di prestiti a breve termine – e banche d'investimento – specializzate nella raccolta a lungo termine e nell'acquisizione diretta o nell'intermediazione di partecipazioni azionarie e prestiti obbligazionari.

La valutazione degli strumenti finanziari al *mark to market* non è altro che una delle caratteristiche più importanti del sistema. Questa, rende possibile l'allocazione efficiente delle risorse e permette la rivalutazione periodica delle attività finanziarie sul mercato dei capitali. Si ha, così, una valutazione sempre più attuale del proprio portafoglio.

Tuttavia, momenti di volatilità dei mercati, dati da periodi di crisi finanziaria e improvvisi mutamenti dell'opinione pubblica, possono dar luogo ad una forte instabilità dei portafogli finanziari. I mercati, però, sono buoni aggregatori di informazioni e semplificatori, in quanto il meccanismo di prezzi sintetizza ed elabora tutti i dati relativi alla valutazione di un titolo.

Una maggior recettività dei mercati rispetto agli intermediari – in merito alle innovazioni industriali e agli investimenti in ricerca e sviluppo – rende possibile, per le economie *market oriented*, accrescere la loro reputazione e la loro leadership. Infine, in questi sistemi, ciò che conta è l'efficienza aziendale e, visto che i mercati sono un contesto di proprietà contendibile, agiscono meccanismi di controllo esterno sulla gestione delle imprese attraverso la possibilità di assistere a scalate ostili.

I sistemi finanziari orientati alla banca, *bank based*, sono invece caratterizzati da una limitata concorrenza tra gli intermediari e una maggior enfasi sulla loro capacità di svolgere una funzione assicurativa nei confronti delle esigenze di liquidità della clientela. Qui, prevale il concetto di banca universale, in grado di svolgere allo stesso modo le funzioni di banca commerciale e d'investimento.

L'allocazione delle risorse finanziarie, in tali sistemi, può essere inefficiente per mancanza di un meccanismo di valutazione oggettivo dell'investimento; inoltre tali economie vanno a scapito degli investimenti innovativi poiché per limitare il rischio e i costi di attività prevale la prudenza. La minore esposizione al rischio di instabilità finanziaria costituisce però un elemento di forza di tale modello; inoltre, sono presenti bassi livelli di *free riding*, relazioni

con la clientela più specifiche e contratti *tailor made*, più adatti alla soddisfazione del singolo cliente.

I meccanismi attraverso i quali possono essere messe in atto scalate ostili in un contesto di proprietà contendibile sono meccanismi di controllo interno sulla gestione delle imprese.

La definizione di uno dei due orientamenti ormai non è più applicabile disgiuntamente dall'altro se si ragiona a livello di sistema finanziario internazionale, poiché fin dai primi stadi di sviluppo, ha prevalso la logica di mercato – anche se i mercati finanziari non intermediati sono un fenomeno assai raro a livello sia nazionale che internazionale.<sup>42</sup>

E' più realistico pensare ad intermediari collegati direttamente o interrelati tramite mercati in cui si propongono quali operatori propri o rappresentanti di operatori finali.

Entro ampi limiti la distinzione non ha più senso mentre permane per le singole realtà nazionali.

Tendenzialmente, il sistema finanziario nazionale a prescindere se sia orientato al mercato o agli intermediari, segue un determinato *business model* delle imprese presenti sul territorio considerato. Si vengono a identificare due tipi di *corporate governance* differenti: il modello renano-nipponico e quello anglosassone.

Nonostante il primo modello prenda il proprio nome dagli stati di Germania e Giappone, questo, attualmente, si estende anche in tutta l'Europa continentale. Comunque, sono proprie di quelle economie in cui il sistema finanziario è orientato agli intermediari le caratteristiche di accentramento e stabilità della proprietà, di limitato ricorso al capitale azionario e obbligazionario, di predilezione per il finanziamento bancario e di immistione delle banche nella gestione delle imprese.

Uno dei principali vantaggi di tale *business model* riguarda la semplicità e chiarezza con cui certe strategie di lungo termine si realizzano e prendono piede nel corso degli anni.

Il secondo modello, quello anglosassone, è invece proprio della Gran Bretagna e degli Stati Uniti (in modo più completo e particolareggiato). I sistemi finanziari di queste economie sono *market oriented* e, per questo motivo, il ruolo del mercato finanziario è centrale nel *business model* anglosassone: l'azionariato è diffuso tanto da garantire una netta separazione tra

---

<sup>42</sup> De Cecco M. (2004), "Sulla convergenza dei sistemi finanziari", in Bellanca N., Dardi M. e T. Raffaelli (a cura di), *Economia senza gabbie. Studi in onore di Giacomo Becattini*, Bologna, il Mulino.

proprietà e gestione, dando spesso origine alle cosiddette *public companies* mentre l'efficacia gestionale viene garantita dalla capacità di ricambio del management.

Uno dei vantaggi del presente modello riguarda la riduzione della concentrazione della ricchezza mobiliare. Accanto a tale vantaggio, tuttavia, il modello presenta anche lo svantaggio di esaltare i successi realizzati da strategie di breve periodo a scapito di una linea strategica di lungo termine, per la facilità di *take over* a cui la componente manageriale è sottoposta.

## 1.6 Conclusioni

Riassumendo quanto visto fin qui, possiamo affermare che diversi sono gli elementi e i fattori che influenzano le imprese nelle proprie scelte decisionali concernenti la struttura delle fonti di finanziamento ottimale.

Al di là della teoria sostenuta da Modigliani-Miller, secondo la quale i mercati dei capitali sono perfetti e le scelte delle imprese sono completamente indipendenti dalla loro struttura finanziaria, le altre teorie analizzate sostengono che le diverse forme di finanziamento delle imprese non sono perfettamente sostituibili tra di loro.

In particolare, data l'esistenza di costi di informazione e di asimmetrie informative:

- a. Il costo del finanziamento esterno è più elevato rispetto al costo del finanziamento interno;
- b. Il differenziale di costo tra queste due forme di finanziamento è funzione inversa del grado di patrimonializzazione delle imprese;
- c. Per alcune imprese, il grado di sostituibilità tra prestiti bancari e titoli obbligazionari (o altri strumenti di mercato) può essere basso. Le banche si trovano in una posizione di vantaggio nell'erogare crediti a soggetti, come le piccole imprese, il cui merito di credito è costoso da accertare: esse, infatti, intrattenendo con questi soggetti relazioni di lungo termine, sono in grado di acquisire informazioni non disponibili sul mercato.

Per cercare di riassumere quanto visto finora, è utile fare riferimento alla tabella seguente (cfr. tabella 3), la quale mostra una sintesi dei principali risultati delle analisi teoriche ed empiriche

sul tema delle determinanti della struttura finanziaria, raggruppati per tipo di argomento. Nella prima colonna viene riportata la correlazione presa in esame nei diversi contributi teorici ed empirici, nella seconda i risultati di tali studi (in termini di segno, positivo o negativo, della relazione tra le variabili) e nella terza le motivazioni addotte.

Emerge chiaramente come gli studi teorici ed empirici abbiano prodotto risultati contrastanti, mentre indicazioni univoche si hanno sostanzialmente solo per quanto riguarda gli effetti della tassazione.

In sintesi, se da un lato i vari sviluppi teorici indagano un ampio numero di elementi (asimmetrie informative, costi di agenzia, ecc.) che possono portare ad una differenziazione delle forme di finanziamento per le imprese, dall'altro la dottrina economica è anche concorde nel concludere che non esiste una struttura finanziaria ottimale in assoluto, né per uno specifico settore di attività – laddove la leva finanziaria deve essere opportunamente pesata a seconda delle particolari condizioni dello stesso – né per una stessa impresa, nella quale il rapporto ottimale tra debiti di finanziamento e capitale proprio può modificarsi nel tempo.

Non esiste dunque una teoria universalmente valida che sia in grado di fornire il *leverage* ottimale.

**Tabella 3. Le determinanti del finanziamento con debito**

Correlazione:			Modelli di riferimento teorici ed empirici di maggiore rilevanza
tra finanziamento con debito e ....	Tipo	Motivazione	
...asimmetrie Informative	+	Il debito "non rischioso" è visto come una forma di finanziamento che non implica una sottovalutazione del valore dell'impresa da parte del mercato. Il debito è un modo per evitare di segnalare informazioni.	Ross 1977 Leland e Pyle 1977 Myers e Majluf 1984
	-	Problemi di <i>adverse selection</i> e <i>moral hazard</i> nel rapporto con i finanziatori possono rendere difficoltoso l'accesso al credito da parte delle imprese.	Townsend 1979 Stiglitz e Weiss 1981 Diamond 1984
...profitabilità	+	In presenza di una elevata profitabilità degli investimenti, il finanziamento con debito consente di non modificare gli assetti proprietari e quindi la destinazione dei profitti	Long e Malitz 1985
	-	L'elevata profitabilità dell'investimento rende disponibili maggiori fondi interni che, in accordo con la <i>pecking order theory</i> , è la fonte di finanziamento preferita al debito e all'emissione di nuove azioni.	Myers 1984 Kester 1986
... cash-flow disponibile	+	L'indebitamento è visto come un elemento di disciplina in presenza di problemi di <i>agency</i> nelle imprese con separazione tra proprietà e controllo.	Jensen 1986 Stulz 1990
	-	La disponibilità di fondi generati dalla gestione rende non necessario il ricorso all'indebitamento di breve periodo.	Myers e Majluf 1984 Chang 1987
... rischio di acquisizione da parte di altre imprese	+	E' stato osservato che in risposta ad una minaccia di <i>takeover</i> , la società target incrementa il finanziamento con debito e questo si riflette in un innalzamento del prezzo delle azioni.	De Angelo e De Angelo 1985; Harris e Raviv 1988 Stulz 1988; 1990
...opportunità di crescita	-	Questo tipo di correlazione osservata non è stata interpretata in modo univoco.	Jensen e Meckling 1976; Stulz 1990
	+	Per attività rischiose, l'indebitamento consente di condividere il rischio del progetto. Inoltre l'indebitamento ha il vantaggio per l'impresa virtuosa di appropriarsi degli utili che residuano dopo il pagamento degli interessi passivi.	Kester (1986)

CARATTERISTICHE DELL'INDUSTRIA			
Presenza di elevati livelli di immobilizzazioni materiali	+	E' stata osservata una correlazione positiva tra il livello di indebitamento e la presenza di immobilizzazioni materiali.	Fama e French 2000 Rajan e Zingales 1995
Livello di competizione	+	L'incremento del livello di indebitamento consente all'impresa di intraprendere attività e realizzare strategie più rischiose.	Brander e Lewis 1986
Produzione di beni specifici/di elevata qualità	-	L'indebitamento tende a crescere con il crescere dell'elasticità della domanda e con il ridursi del livello di qualità del prodotto. La produzione di beni di qualità elevata e di lunga durata si accompagna a bassi livelli di indebitamento.	Titman 1984 Titman e Wessels 1988
Dimensioni/età'	-	Al crescere dell'età e della dimensione l'impresa tende a far affidamento su modalità di finanziamento differenziate.	Carey et al. 1993 Berger e Udell 1998
	+	Al ridursi delle asimmetrie informative e all'aumentare della reputazione, la capacità dell'impresa di ottenere credito aumenta.	Hirshleifer e Thakor 1992
Sistema di tassazione del Reddito di impresa	+	Il sistema di tassazione dei redditi d'impresa, consentendo la deducibilità degli interessi passivi, ma non anche quella della distribuzione degli utili, riduce di fatto il costo del finanziamento con debito.	Vasta letteratura: per una rassegna recente si veda Graham 2003.

Fonte: A.Di Majo, M.G. Paziienza, B. Triberti (2005).

Riprendendo il modello del *trade-off*, appare evidente ad esempio come i costi e i benefici del ricorso all'indebitamento, a cui si è accennato in precedenza, non siano costanti durante tutto il ciclo di vita dell'impresa, ma appaiano più intensi nelle fasi iniziali di vita per poi attenuarsi nelle fasi successive. La tabella seguente (cfr. tabella 4) mostra infatti, in corrispondenza delle diverse fasi del ciclo di vita (dalla fase iniziale di *stat-up* fino alla maturità e al declino), il grado di intensità delle variabili di mercato.

**Tabella 4. Trade-off del debito e ciclo di vita aziendale.**

	Asimmetria informativa	Costi di agenzia	Costi del dissesto	Trade off	Scudi fiscali	Disciplina Del debito	Vincoli finanziari
Start up	Elevate	Elevati	Elevati	Costi debito > Benefici	Nulla	Basso	Alti
Espansione	Elevate	Elevati	Elevati	Costi debito > Benefici	Basso	Basso	Medio
Crescita	Decrescente	Crescenti	Crescenti	Benefici debito rilevanti	Medio	Alto	Medio

Maturità	Decrescente	Decrescenti	Decrescenti	Benefici debito molto rilevanti	Alto	Alto	Basso
Declino	Aumento	Bassi	Bassi	Costi debito < Benefici	Decrescente	Decrescente	Alti

*Fonte: Dallochio, Salvi (2004)*

La desiderabilità dei diversi canali di finanziamento è dunque strettamente collegata anche all'età e alla categoria delle imprese. La fase di start-up è estremamente critica per le nuove imprese, al punto che la probabilità di sopravvivenza delle stesse è fortemente dipendente dalla disponibilità di attività liquide personali e dall'ammontare di ricchezza individuale.

In genere, ogni impresa nasce piccola, priva di una reputazione affermata presso i finanziatori (il *track record*) e con risorse insufficienti per dare le opportune garanzie ai finanziatori.

Nella fase di crescita, i vincoli finanziari rimangono sempre rilevanti dal momento che all'espandersi dei progetti di investimento si accompagna necessariamente un incremento del profilo di rischio e un fabbisogno finanziario maggiore. E' questa la fase in cui parrebbe più opportuno diversificare le fonti di finanziamento combinando prestiti bancari e capitale di rischio (anche nella forma del *venture capital*).

Superate le fasi critiche dell'avvio e della crescita, durante la fase della stabilità si riconosce che le imprese tendono a diversificare le fonti di finanziamento e indirizzarsi verso strumenti finanziari più complessi come il debito obbligazionario e l'emissione di azioni, ciò in quanto le asimmetrie informative si riducono e l'impresa ha guadagnato una reputazione soddisfacente sui mercati finanziari. Tuttavia, un percorso come quello indicato risulta complesso, soprattutto per le piccole e medie imprese.

Infine oltre alle diverse teorie, altri elementi influenzano le imprese nelle proprie decisioni sulla struttura delle fonti di finanziamento ottimale da adottare. Ad esempio il "Sistema Paese" che può essere orientato al mercato (modello continentale) oppure orientato agli intermediari (modello anglosassone).

## CAPITOLO 2: ANALISI EMPIRICA MEDIANTE CAMPIONAMENTO.

### 2.1 Introduzione.

Una volta definita la nomenclatura teorica in riferimento al nostro elaborato, in questo capitolo evidenzieremo, nel dettaglio e mediante campionamento che riesca a costruire e mappare attraverso un modello statistico, il profilo economico-finanziario di ogni singola impresa appartenente alle due macro-categorie ovvero imprese Leverage e imprese Zero-Leverage.

Lo scopo principale dell'analisi è quello di valutare e confrontare soprattutto come gli studi già effettuati prima in ambito europeo da *Wolfgang Bessler*<sup>43</sup> e in seguito in ambito americano da *Ilya Strebulaev*<sup>44</sup> siano compatibili al contesto italiano. In altri termini, cercheremo di comprendere, per mezzo di un campione d'impresе, se anche il nostro Paese segua il medesimo trend degli altri stati europei ed extra-europei individuando le variabili e i fattori che contraddistinguono le imprese Zero-Leverage dalle altre.

Una volta definiti i confini da tracciare per estrarre il campione, questo verrà suddiviso in due macro-categorie in modo da distinguere le aziende Leverage dalle aziende a Zero-Leverage. In seguito, definiremo e testeremo sia le variabili descrittivo-quantitative, sia quelle descrittivo-qualitative al fine di individuare quelle che ci permettano di costruire adeguatamente un profilo per ogni singola macro-categoria e, al contempo, le caratteristiche che accomunano le società facenti parte della stessa macro-categoria.

Per quanto concerne le variabili qualitative, compiremo un'analisi basata sulla *pivotizzazione* dei dati la quale verrà in seguito rappresentata da grafici; quanto alle variabili quantitative, utilizzeremo i *box plot*<sup>45</sup> che ci aiuteranno a capire quali variabili x (indicatori economico-finanziari) influenzino maggiormente la nostra variabile y (ripartizione imprese tra Zero-Leverage e Leverage attraverso le *dummy* 0 e 1). In altre parole, attraverso i *box plot* saremo in grado di rappresentare le due distribuzioni (Zero-Leverage e Leverage) in base ad una determinata variabile (ad esempio i ricavi).

---

<sup>43</sup> *The international Zero-Leverage Phenomenon, January 2012*

<sup>44</sup> *The mystery of Zero-Leverage firms, March 2012.*

<sup>45</sup> *In statistica il diagramma a scatola e baffi (o diagramma degli estremi e dei quartili<sup>[1]</sup> o box and whiskers plot o box-plot) è una rappresentazione grafica utilizzata per descrivere la distribuzione di un campione tramite semplici indici di dispersione e di posizione.*

Attraverso quest'analisi esplorativa inizieremo così a comprendere quali sono le variabili maggiormente correlate alle due macro-categorie considerate (sintetizzeremo i risultati in delle tabelle in cui saranno riportate media, mediana e deviazione standard riferite a ogni variabile presa in esame).

Il passaggio successivo riguarda l'implementazione di test effettuati mediante una distribuzione di *student*<sup>46</sup>, comunemente chiamati *test t-student*, attraverso il quale si andranno a testare la significatività e gli intervalli di confidenza delle variabili considerate. In altre parole, verificheremo se il valore medio di una distribuzione si discosti significativamente da un certo valore di riferimento. Anche in questo caso sintetizzeremo i risultati in una tabella riportante il *p-value* e gli intervalli di confidenza, al fine di comprendere quali sono le variabili significative da utilizzare successivamente nel nostro modello.

Infine costruiremo un modello statistico che ci permetterà di mettere in luce le variabili determinanti o più semplicemente le caratteristiche che accomunano le aziende attuanti una politica di Zero-Leverage cercando, attraverso il profilo economico-finanziario costruito, di afferrare quali siano le ragioni che hanno spinto tale aziende a perseguire una tale strategia di Zero-Leverage. Descriveremo brevemente le variabili considerate nel modello e le tipologie di errori che si possono riscontrare in esso, al solo fine di testare la bontà del modello costruito.

L'analisi seguirà il seguente processo logico:

- Definizione del campione che sarà oggetto di analisi;
- Ripartizione del campione tra Leverage e Zero-Leverage (clusterizzazione);
- Designazione delle variabili descrittive;
- Analisi esplorativa (Test di correlazione);
- *Test t-student*;
- Costruzione di un modello statistico tramite R;
- Analisi, errori e variabili del modello (curva ROC);
- Commento dei risultati.

---

<sup>46</sup>In teoria delle probabilità la distribuzione di Student, o *t* di Student, è una distribuzione di probabilità continua che governa il rapporto tra due variabili aleatorie, la prima con distribuzione normale e la seconda, al quadrato.

## 2.2 Definizione del campione.

Per poter costruire il modello statistico che sarà oggetto di analisi, bisogna definire, in primis, il campione sul quale verrà costruito tale modello mediante il quale testeremo la correlazioni tra le variabili descrittive determinate. I dati analizzati sono estrapolati da AIDA<sup>47</sup> che rappresenta in Italia la principale banca dati di raccolta d'informazioni economiche, finanziarie e commerciali riferite a società di capitali italiane.

La strategia di ricerca nel definire il perimetro del campione è basata su un'indagine di tipo Booleana<sup>48</sup> effettuata direttamente sulla banca dati AIDA permettendoci di affinare lo studio in modo da individuare il campione più appropriato per le nostre analisi.<sup>49</sup> La ricerca Booleana tiene in considerazione le seguenti condizioni:

- 1) Forma Giuridica: S.P.A e S.P.A a socio unico;
- 2) Stato Giuridico: società attive;
- 3) Società classificabili nel Codice ATECO 2007.

La scelta di queste condizioni piuttosto che altre non sono lasciate al semplice caso ma dipendono da una serie di assunzioni e considerazioni che abbiamo effettuato e che riporteremo qui di seguito in modo da realizzare una prima scrematura delle società che saranno oggetto di analisi e poter definire in seguito il perimetro definitivo del campione analizzato.

La prima condizione considerata per la selezione del nostro campione riguarda la forma giuridica; infatti, tra le società di capitali sono prese in considerazione e valutate solo le società costituite sotto la veste giuridica di società per azioni e società per azioni a socio Unico.

---

<sup>47</sup> In AIDA si possono trovare i dati di bilancio di circa 700.000 società italiane, in attività o cessate. Le informazioni finanziarie vengono fornite dall'agenzia specializzata Honyvem BilancItalia, che acquista e rielabora tutti i bilanci ufficiali depositati presso le Camere di Commercio italiane. Per ciascuna Società, AIDA offre il bilancio dettagliato secondo lo schema completo della IV direttiva CEE, la serie storica fino a 10 anni, la scheda anagrafica completa di descrizione dell'attività svolta e il bilancio ottico. Inoltre, per le prime 20.000 aziende italiane anche azionariato, partecipazioni e management.

<sup>48</sup> Una variabile booleana è una variabile che assume valori booleani, tipicamente Vero/Falso, True/False o 1/0. Una funzione di variabili booleane è chiamata funzione booleana; in un'accezione più generale, una variabile booleana può essere a sua volta funzione di variabili booleane.

<sup>49</sup> Aggiornamento dei dati del 29/08/2016 (n.° 23540), versione del software 86.00)

Il motivo per cui le società a responsabilità limitata e quelle in accomandita per azioni sono state scartate dal nostro campione esaminato dipende essenzialmente dal fatto che per tali società, dato che redigono solitamente il bilancio in forma abbreviata, AIDA non dispone di una posizione finanziaria netta ma solo di una semplice classificazione in debiti. Per tale ragione si è preferito esaminare solamente le società per azioni. Tali informazioni sono indispensabili per potere effettuare le nostre analisi statistiche e di correlazione e la loro mancanza potrebbe inficiare negativamente sulla bontà dei risultati ottenuti, dunque abbiamo ritenuto ragionevole considerare solo le società per azioni costituite in Italia (N°= 35.100).

La seconda qualità necessaria per la selezione del nostro campione concerne lo stato giuridico; alla base del nostro prototipo prenderemo in considerazione soltanto le società attive, cioè quelle società non sottoposte a una procedura concorsuale (Concordato, fallimento, accordi di ristrutturazione, liquidazione ecc) escludendo le non attive. Tale decisione deriva semplicemente dal fatto che le società non attive, ovvero sottoposte a procedure concorsuali, possono essere soggette a determinati vincoli finanziari o, addirittura, a politiche messe in atto dalla direzione manageriale (ad esempio curatore fallimentare), non in linea con le politiche aziendali che le stesse società avrebbero attuato nel caso non fossero sottoposte a procedure concorsuali (ad esempio tutela del patrimonio a discapito di una politica di sviluppo della società attraverso nuovi investimenti quindi per fini cautelativi di tutela dei creditori piuttosto che sviluppo del business stesso). (N°=976.98)

La terza e ultima condizione considerata per la selezione del nostro campione riguarda infine la suddivisione delle imprese in base al settore merceologico di appartenenza. Saranno oggetto di esame solo le società classificabili secondo il codice ATECO 2007<sup>50</sup>; tale scelta è indispensabile per comprendere, attraverso l'analisi empirica, quali settori merceologici registrano una maggiore concentrazione di società Zero-Leverage.

Una volta fissate le tre condizioni con le quali definiremo l'entità del nostro campione, grazie alla piattaforma interattiva AIDA, le combineremo attraverso una ricerca booleana la quale ci permetterà di estrapolare tutte quelle società italiane che contemporaneamente rispettano le tre condizioni in questione.

---

<sup>50</sup> *La classificazione delle attività economiche ATECO (Attività Economiche) è una tipologia di classificazione adottata dall'Istituto Nazionale di Statistica italiano (ISTAT) per le rilevazioni statistiche nazionali di carattere economico. È la traduzione italiana della Nomenclatura delle Attività Economiche (NACE) creata dall'Eurostat, adattata dall'ISTAT alle caratteristiche specifiche del sistema economico italiano. Attualmente è in uso la versione ATECO 2007, entrata in vigore dal 1° gennaio 2008, che sostituisce la precedente ATECO 2002, adottata nel 2002 ad aggiornamento della ATECO 1991.*

Il risultato della ricerca booleana ha definito il nostro campione in un numero pari a 28.765 società.

A questa cifra sono state detratte successivamente 1.495 società le cui informazioni economico-finanziarie indispensabili per poter effettuare l'analisi non risultavano riscontrabili sulla piattaforma di riferimento AIDA (ad esempio non erano disponibili i dati del 2015). A tal proposito, le restanti 27.270 società saranno quelle su cui verranno effettuate le successive analisi.

Ora, una volta definito il campione oggetto di analisi, AIDA ci ha permesso di estrapolare sia una serie d'informazioni qualitative per ogni singola società facenti parte al campione, sia una serie di dati quantitativi (economico, finanziari e patrimoniali) riferiti agli ultimi cinque anni di vita (intervallo di tempo tra 2015-2011).

### **2.3 Clusterizzazione delle società in Leverage e Zero-Leverage.**

Il passaggio successivo alla definizione del campione è quello relativo la clusterizzazione del campione stesso in due macro-categorie. Col termine clusterizzazione si intende la suddivisione delle società, in questo caso, in base al segno della posizione finanziaria netta. A tal fine, abbiamo clusterizzato il campione utilizzando le seguenti *dummy*:

- Dummy= 1 (per le società che presentano una posizione finanziaria netta positiva)<sup>51</sup>
- Dummy= 0 (per le società che presentano una posizione finanziaria netta negativa)<sup>52</sup>.

Tale ripartizione del nostro campione risulta essere indispensabile ai fini della costruzione del modello statistico visto che tale variabile è la determinate sulla quale poggiano le assunzioni dell'intero modello nonché elemento imprescindibile per poter comprendere quali società attuano una politica di Zero-Leverage rispetto a quelle che invece utilizzano la leva finanziaria per poter operare nel proprio business.

---

<sup>51</sup> Dobbiamo specificare che per posizione finanziaria netta positiva si intende tutte le società che hanno un valore di attività finanziarie minore rispetto delle passività finanziarie (attività finanziarie < passività finanziarie).

<sup>52</sup> Dobbiamo specificare che per posizione finanziaria netta negativa si intende tutte le società che hanno un valore di attività finanziarie maggiore rispetto delle passività finanziarie (attività finanziarie > passività finanziarie)

Bisogna ricordare che per posizione finanziaria netta ci si riferisce alla somma delle disponibilità liquide e dei crediti finanziari correnti e non correnti (senza considerare le obbligazioni) al netto delle passività finanziarie e dei debiti bancari correnti e non correnti.

Nel caso in cui la somma algebrica di queste grandezze sia positiva, ciò allora starà a significare che le passività saranno maggiori delle attività e viceversa.<sup>53</sup>

Riportiamo di seguito un'esemplificazione grafica:

**Tabella 5. Definizione di posizione finanziaria netta negativa**

- Cassa ed altre disponibilità liquide
- Titoli
- Crediti finanziari a breve
<b>Totale attività finanziarie</b>
+ Debiti bancari correnti
+ Altri debiti finanziari correnti
+ Debiti bancari non correnti
+ Altri debiti finanziari non correnti
<b>Totale passività finanziarie</b>
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>

*Fonte: Analisi dati interni*

Indicate le assunzioni (dummy), tramite un foglio di raccolta dati in excel, si procede alla clusterizzazione delle società del campione su i dati (Posizione finanziaria netta) degli ultimi cinque anni. Riportiamo qui di seguito una tabella riepilogativa concernente i risultati :

**Tabella 6. Clusterizzazione imprese Leverage e Zero-Leverage.**

Descrizione	2015	%	2014	%	2013	%	2012	%	2011	%
Leverage	16.701	61%	17.257	63%	17.739	65%	18.186	67%	18.536	68%
Zero Leverage	10.569	39%	10.013	37%	9.531	35%	9.084	33%	8.734	32%
Popolazione	27.270	100%	27.270	100%	27.270	100%	27.270	100%	27.270	100%

*Fonte: Elaborazione dati interni.*

<sup>53</sup> L'elemento determinante è la fissazione iniziale del segno delle attività che può far capovolgere la definizione di posizione finanziaria netta positiva e negativa.

Da una prima analisi dei dati riportati in tabella, è evidente percepire che in Italia il numero di società che utilizzano la leva finanziaria per poter operare nel proprio business supera in misura abbastanza netta le società che invece non impiegano la leva finanziaria (Zero-Leverage).

Tale andamento è fisiologico in un sistema come quello italiano in cui si ha un forte sbilanciamento verso il sistema bancario. L'Italia, infatti, rappresenta uno dei paesi aderenti a un modello soprannominato nel primo capitolo "continentale", cioè orientato agli intermediari finanziari piuttosto che al mercato.

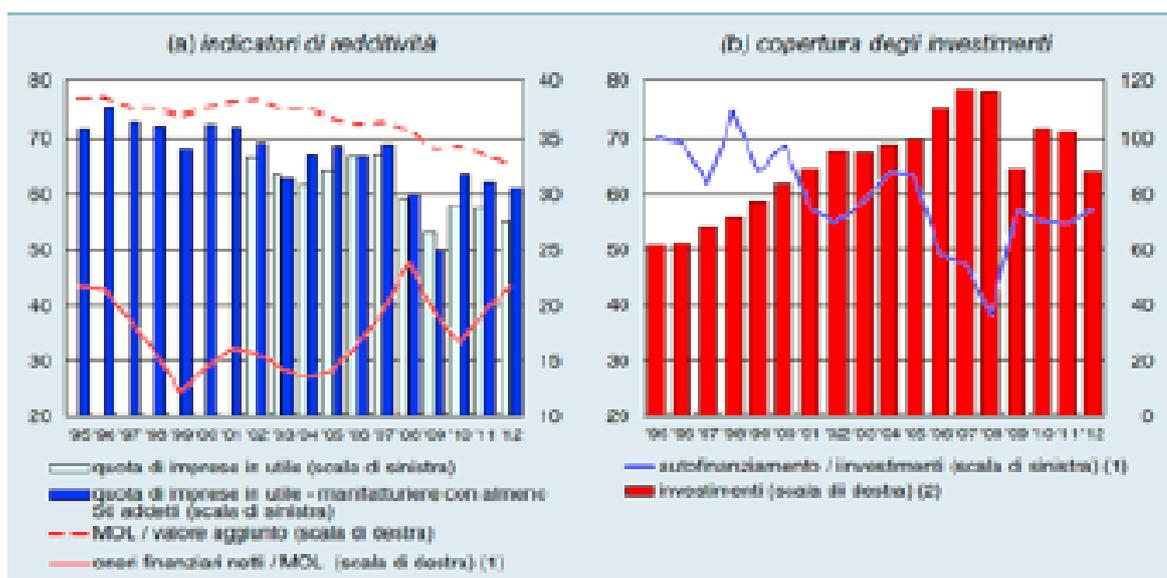
Come sintetizzato nel primo capitolo, il fabbisogno finanziario delle imprese, oltre che dalle finanze proprie apportate in sede di costituzione da parte dei soci-proprietari (il capitale sociale) viene coperto da molteplici altre fonti. In linea generale, è possibile distinguere otto forme di copertura del fabbisogno finanziario delle imprese: l'autofinanziamento prodotto dalla gestione aziendale, i capitali propri immessi dai soci, la dismissione di *asset* patrimoniali non strategici, i finanziamenti pubblici, i finanziamenti infragruppo, il ricorso a mercati dei capitali di rischio, a mercati dei capitali di debito e i finanziamenti bancari.

La modalità naturale di finanziamento non è altro che l'autofinanziamento, prodotto dagli utili netti generati nell'esercizio e non distribuiti sotto forma di dividendi, ma reinvestiti all'interno dell'organizzazione; l'autofinanziamento risulta essere una, se non l'unica, forma preferita di finanziamento della componente gestionale visto che comporta il massimo controllo dell'organizzazione da parte del management e fornisce un segnale positivo per i mercati a dimostrazione della buona capacità dell'impresa nel generare reddito.

Purtroppo le ripercussioni della crisi sull'economia reale hanno generato una riduzione dei consumi da parte dei privati e una netta riduzione degli investimenti da parte delle imprese; ciò ha comportato un calo della domanda di beni e servizi e di conseguenza del volume d'affari delle imprese (Tabella 7.a).

Alla diffusa diminuzione della redditività aziendale si affianca una politica di *austerity* caratterizzata da una pressione fiscale sostenuta la quale ha aggravato ulteriormente la situazione delle imprese italiane, rendendo così l'autofinanziamento una fonte instabile di copertura (Tabella 7.b).

**Tabella 7. Redditività (a) e Copertura degli investimenti (b)**



Fonte: Flavio Guidi, 2005

Nonostante sia un'altra modalità di finanziamento sostitutiva all'autofinanziamento, l'*inside equity*<sup>54</sup>, finanziamento di tipo straordinario, risulta essere poco adottata dal sistema economico italiano. Tale forma predilige certi modelli di imprese poco capitalizzate rispetto ad imprenditori e famiglie abbienti, secondo il modello: "famiglia ricca-impresa povera"<sup>55</sup>.

Un'altra fonte straordinaria di reddito generante plusvalenze, e quindi finanza per l'azienda, è caratterizzata dalla dismissione di *assets* non strategici, principalmente partecipazioni finanziarie, pericolosa però per la possibilità di innescare un processo di *market liquidity risk*, cioè di subire perdite in conseguenza della dismissione forzata di attivi.

A copertura del fabbisogno finanziario delle imprese, soprattutto internazionali, vi sono anche i cosiddetti finanziamenti infragruppo. Come i precedenti, questa forma di finanziamento è anch'essa poco sviluppata in Italia a causa della presenza esigua di holding: solo il 10% delle

<sup>54</sup>Finanziamenti a titolo di capitale di rischio apportati da soci amministratori, soggetti che dispongono di informazioni privilegiate rispetto al mercato o a soci non amministratori (c.d. *outside equity*) che emettono segnali positivi al mercato per la dimostrazione di fiducia nell'azienda che gestiscono

<sup>55</sup> Flavio Guidi "Figli, capitale in azienda", Franco Angeli, 2005.

piccole imprese e 15% delle medie sono sottoposte a controllo di gruppo. Infine, i finanziamenti pubblici erogati sono sempre più limitati in termini quantitativi.<sup>56</sup>

La peculiarità del tessuto economico italiano però rappresenta una delle motivazioni principali per la quale le imprese nazionali soffrono di un eccessivo “banco-centrismo”, che porta a una sovraesposizione verso il sistema bancario e, conseguentemente, a una forte dipendenza in termini di crescita e sviluppo delle stesse nei confronti degli intermediari tipicamente bancari. I finanziamenti che provengono dal sistema bancario rappresentano, infatti, il 66,5% del totale delle risorse finanziarie di debito a disposizione delle imprese. Il tasso si discosta sensibilmente da quello degli altri paesi europei con media dell’Eurozona che si attesta al 50% circa (Tabella 3).

**Figura 5. Quota dei debiti verso banche su totale dei debiti finanziari delle imprese**

Paese	% debiti bancari
Italia	66,5
Francia	37,0
Germania	52,7
Spagna	51,5
Regno Unito	28,5
Zona euro	50,0

*Fonte: Banca D'Italia*

Tale sbilanciamento si riscontra analizzando i canali di approvvigionamento, dei mercati di capitali, di risorse finanziarie apportate da soggetti terzi quali *outside equity* e creditori.

E' caratteristica propria della cultura aziendale italiana la mancanza di apertura al mercato del capitale di rischio e al reperimento di un management terzo, estraneo alla componente familiare dell'assetto proprietario.<sup>57</sup> Prevale la paura della perdita del controllo patrimoniale e amministrativo dell'impresa a scapito proprio dell'efficienza ed efficacia dell'operatività aziendale.

<sup>56</sup> Il decreto legge Destinazione Italia, appena convertito in legge detta i principi sul punto dedicato all'autoimprenditorialità riducendo il tetto massimo degli investimenti ammissibili, alla richiesta di mutuo a tasso zero, che passa da 2,5 milioni di euro a 1,5 milioni di euro; inoltre è prevista l'abolizione del contributo a fondo perduto. La legge però espande l'ambito operativo e geografico di competenza e per le donne viene eliminato il limite di età per l'accesso a tali contributi.

<sup>57</sup> Bianco M, S.Giacomelli, e S.Rossi, “L'impresa familiare: un'anomalia italiana?”, il Mulino 2012.

Pertanto assistiamo a un sottodimensionamento del mercato azionario in Italia.

Inoltre, la causa di un basso sviluppo e ricorso al mercato dei capitali da parte delle imprese italiane è relativa anche alla dimensione del mercato stesso costituito da un numero esiguo, rispetto agli altri paesi europei, d'impresе non finanziarie quotate in Italia che sono circa 200<sup>58</sup> rispetto alle 700 aziende (non finanziarie) quotate francesi e tedesche.

In più, a questo mancato utilizzo o sfruttamento del mercato dei capitali si aggiunge quello relativo al mercato obbligazionario il cui potenziale non è altro che sfruttato al minimo perché la cultura e il modello di business delle aziende italiane non ne hanno consentito lo sviluppo e la fiducia piena.

A questa si aggregano anche motivazioni di carattere economico-istituzionale che hanno portato, in passato, a un allontanamento delle imprese dal mercato di capitali influenzando negativamente le opinioni degli investitori.

In primo luogo, è importante porre l'accento sul ruolo che fin dagli anni Cinquanta hanno avuto gli Istituti di Credito Speciale (ICS), intermediari che emettevano obbligazioni proprie per collegare le imprese con il fabbisogno finanziario di medio - lungo termine al risparmio detenuto dalle famiglie.

Anche l'effetto spiazzamento dell'indebitamento pubblico, che nel mercato primario ha assunto un peso del 70% del mercato obbligazionario, ha da sempre comportato, da un lato, una reputazione migliore dei titoli di Stato rispetto ai *corporate bond* in termini di rischio, dall'altro, anche un rendimento superiore grazie ad una normativa fiscale favorevole. Infine, pure i limiti quantitativi dettati dalle disposizioni civilistiche<sup>59</sup> hanno contribuito a frenare l'espansione del mercato obbligazionario.

Da una prospettiva differente possiamo tuttavia notare (tabella 6) come il numero di società a Zero-Leverage stia crescendo nel corso degli anni: nel 2011 soltanto 8.734 (32%) società non facevano ricorso alla leva contro le 18.536 società (68%) che utilizzavano la leva nello stesso anno.

---

<sup>58</sup> *Borsa italiana dati 2015*

<sup>59</sup> *Art. 2410 del codice civile ante riforma del diritto societario (riforma Vietti) fissava un ammontare minimo di emissione obbligazionaria pari al capitale versato ed esistente in sede di ultimo bilancio approvato.*

*Dopo la riforma societaria del 2003 l'art. 2412 del codice civile ha previsto l'ampliamento dei limiti quantitativi, in quanto la società può emettere obbligazioni " per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato ".*

Diversamente, nel 2015 il numero di società a Zero-Leverage è cresciuto in misura espressiva rispetto ai dati del 2011, attestandosi ad un numero pari a 10.569 società (39%) contro 16.701 (61%) società che utilizzano la leva.

Possiamo infine osservare dalla tabella 6 come, negli ultimi cinque anni, si sia affermato un *trend* di circa 2 punti percentuali (per ogni anno) relativo a società che da Leverage diventano, di contro, Zero-Leverage. Tale risultato può essere il frutto della combinazione di una o più cause tra queste riportate qui di seguito:

- **Restrizione nella concessione di credito da parte delle banche.** Una delle cause che potrebbe giustificare il trend riportato qui sopra potrebbe essere la chiusura netta nella concessione di credito da parte degli istituti bancari nei confronti delle società dovuta alla situazione in cui riversano le banche in seguito alla crisi finanziaria del 2012 i cui effetti si protraggono ancora tutt'oggi.

Tale trend dipende inoltre sia dalle innumerevoli sofferenze che le banche contano nelle loro casse, sia dalla presenza di norme internazionali sempre più stringenti a cui le banche sono tenute a sottostare (si veda Accordi di Basilea III).

Le società, comunque, non sono più disposte a soggiacere a queste per la concessione di credito a tassi d'interesse sempre più alti, a garanzie reali sempre più onerose o semplicemente alla fissazione di *covenants* sempre più ferrei e rigorosi che possono limitare, in misura rilevante, le strategie aziendali.

Per tali ragioni si preferisce utilizzare una fonte di finanziamento interna (*equity*) piuttosto che il debito.

- **Riduzione degli scudi fiscali e allineamento fiscale tra deducibilità degli interessi passivi e dei dividendi nonché introduzione dei *mini bond*.**

Negli ultimi anni, sono stati istituiti dai governi che si sono succeduti in Italia dal 2012, il Governo Monti prima e Letta poi, degli interventi volti a fronteggiare la crisi economica italiana. Il decreto Monti "Salva Italia" (2012) ha portato innumerevoli cambiamenti anche in materia fiscale.

Il fine ultimo di tali disposizioni tributarie era quello di eliminare l'effetto fiscale distorsivo che si aveva nel passato in Italia, in cui gli investitori preferivano utilizzare la leva finanziaria piuttosto che il capitale proprio (*Equity*) visto che si presentava, per la prima, un trattamento vantaggioso rispetto al secondo. Ciò dipendeva da una differenza di trattamento fiscale degli interessi passivi

(remunerazione del capitale di debito) rispetto ai dividendi (remunerazione del capitale proprio). Infatti, mentre gli interessi passivi potevano essere totalmente dedotti dalla base imponibile, di contro, i dividendi, non essendo dedotti, venivano portati in tassazione. Questo produceva un disallineamento fiscale causando una certa distorsione del sistema e influenzando così le scelte dei finanziatori i quali preferivano utilizzare la leva finanziaria piuttosto che Equity in modo tale da sfruttare a proprio favore il vantaggio fiscale ottenuto dalla deducibilità degli interessi.

Con il decreto Monti “Salva Italia” si è cercato di eliminare questo problema poiché il sistema fiscale di per sé, non può e deve produrre effetti distorsivi. A tal fine è stata introdotta una nuova disposizione fiscale chiamata ACE<sup>60</sup> (Aiuto alla crescita economica) la quale rende possibile la deducibilità dei dividendi commisurata al nuovo capitale proprio investito nell’impresa stessa.

Di contro, sono state apportate restrizioni alla deducibilità degli interessi passivi, infatti, da come si evince dall’articolo 96 del Tuir (disciplina specifica degli interessi passivi sulle società di capitali): *”In merito al meccanismo di deducibilità, si ricorda che gli interessi passivi e gli oneri assimilati, diversi da quelli compresi nel costo dei beni ai sensi del co.1, lett.b), dell’art.110 del Tuir, sono deducibili in ciascun periodo d’imposta fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati.*

*L’eccedenza rispetto agli interessi attivi è deducibile nel limite del 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica (ROL), ove tale grandezza deve essere intesa come la differenza tra il valore e i costi della produzione di cui alle lettere A) e B) dell’art.2425 c.c., con esclusione delle voci di cui al numero 10, lettere a) e b), ovvero degli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e materiali, nonché dei canoni di locazione finanziaria di beni strumentali, così come risultanti dal conto economico dell’esercizio”.*

L’attenzione del legislatore non è stata focalizzata solo su la disciplina fiscale ma anche su una serie di strumenti finanziari utili alle imprese al fine di attivare nuovi canali di approvvigionamento di risorse finanziarie che dovrebbero avere, come effetto, il ribilanciamento della struttura finanziaria delle imprese verso il mercato,

---

<sup>60</sup> Art. 1 D.L. n. 201/2011 o Decreto “salva Italia” del Governo Monti.

affinché le aziende nazionali si possano avvicinare se non al modello anglosassone, quantomeno riallinearsi al modello aziendale europeo.

Gli interventi sopra citati sono stati il Decreto Sviluppo, approvato il 22 giugno 2012, successivamente modificato e integrato con il cosiddetto Decreto Sviluppo Bis nell'ottobre 2012 ed ulteriormente revisionato dal recente piano di crescita Destinazione Italia nel settembre 2013, trasformato in legge il 19 febbraio 2014. I decreti hanno, tra gli altri interventi, cercato di rispondere alle necessità di approvvigionamento finanziario delle PMI italiane, ovvero quelle organizzazioni che hanno sofferto e che tutt'ora soffrono maggiormente gli effetti della crisi in termini di incremento degli spread sul credito, allungamento dei tempi di concessione e richieste di garanzie sempre più onerose.

Per superare i vincoli dell'offerta di credito da parte delle banche, è importante ampliare e diversificare le fonti di finanziamento impiegate dalle imprese, tenendo in mente che la transizione verso un sistema finanziario meno "banco-centrico" prevede delle tempistiche non brevi.

Tra le misure più rilevanti in questo senso rientrano i cosiddetti "mini-bond", introdotti dai due decreti "Sviluppo" del 2012.

Perché lo strumento, i mini-bond, possa manifestare tutte le sue potenzialità, è necessario che si concretizzi l'interesse degli investitori istituzionali e si sviluppino fondi di investimento specializzati. Rientrano in questo quadro le misure del decreto "Destinazione Italia" le quali consentono la cartolarizzazione dei mini-bond e ne favoriscono l'acquisto da parte d'investitori, anche con la garanzia del Fondo centrale per le PMI, come le imprese di assicurazione. Si vanno così creando le premesse per un mercato attivo e liquido del nuovo strumento.

Oltre alla clusterizzazione delle imprese Leverage e Zero-Leverage tra un anno e l'altro al fine di definire il trend, si aggiunge una più affinata analisi basata sulla clusterizzazione delle imprese su più anni consecutivi. In altre parole, abbiamo classificato come imprese Zero-Leverage solo quelle che, in modo continuo negli anni, attuano una politica di non utilizzo della leva finanziaria, cioè che tra un anno e l'altro queste non presentano alcun cambio del segno della posizione finanziaria netta.

In questo modo si è in grado di comprendere quali sono le imprese che realmente attuano una politica di Zero-Leverage in modo continuo, in modo strategico e che, al contempo, non registrino ad esempio durante l'anno una posizione finanziaria netta negativa solo per caso o ancor più ragionevolmente per l'attuazione di politiche di bilancio.

Come spesso accade, il management può portare avanti una politica di Zero-Leverage solo nel breve periodo (solitamente 1 anno) attuando certe politiche di bilancio le quali permettono il raggiungimento di determinati fini (ad esempio per effettuare una quotazione oppure più semplicemente per la concessione di un finanziamento).

Nella tabella seguente, una volta eliminati comunque tali problemi, possiamo comprendere al meglio le imprese che in modo continuativo attuano una politica di Zero-Leverage.

**Tabella 8. Classificazione imprese Leverage e Zero-Leverage. (Strategia su più anni)**

Descrizione	Strategia 2 anni	%	strategia 3 anni	%	strategia 4 anni	%	strategia 5 anni	%
Leverage	18.366	67%	19.534	72%	20.529	75%	21.335	78%
Zero Leverage	8.904	33%	7.736	28%	6.741	25%	5.935	22%
Popolazione	27270	100%	27270	100%	27270	100%	27270	100%

*Fonte: dati interni*

I dati appena riportati verranno utilizzati in seguito per la costruzione del modello statistico tramite il software R definendo così le variabili correlate alle imprese Zero Leverage nonché successivamente la bontà del modello stesso.

### **2.3.3 Classificazione per area geografica.**

Una volta ripartito il campione in due macro-categorie (Leverage e Zero-Leverage) e aver analizzato il trend degli ultimi cinque anni, abbiamo notato che in Italia, come in molti altri Paesi, si ha assistito sempre più ad uno sviluppo del fenomeno dello Zero-Leverage; cioè di imprese che decidono di intraprendere una politica di Zero-Leverage preferendo come fonte di finanziamento l'equity piuttosto che il debito finanziario verso gli istituti bancari. Per comprendere al meglio tale fenomeno bisogna eseguire una serie di analisi specifiche che cercano di giustificare le scelte intraprese dalle imprese che, di per sé, differiscono dagli assiomi teorici.

La prima analisi che effettueremo riguarda la classificazione delle imprese Leverage/Zero Leverage in base all'area geografica di appartenenza<sup>61</sup>. Per tale classificazione abbiamo preferito ripartire le società in base alla provincia della loro sede legale riportata in visura camerale in sede di costituzione della società stessa come riportato nella tabella seguente:

**Tabella 9. Classificazione per area Geografica (Trend)**

Provincia sede legale - Regi	Provincia	TOTALE	%	2015		2014		2013		2012		2011	
				L 2015	ZL 2015	L 2014	ZL 2014	L 2013	ZL 2013	L 2012	ZL 2012	L 2011	ZL 2011
	Chieti	83	0,30%	50	33	47	36	53	30	50	33	51	32
	L'Aquila	42	0,15%	24	18	25	17	26	16	29	13	30	12
	Pescara	75	0,28%	43	32	49	26	53	22	52	23	56	19
	Teramo	66	0,24%	51	15	51	15	48	18	52	14	50	16
<b>Abruzzo</b>	<b>Abruzzo</b>	<b>266</b>	<b>0,98%</b>	<b>168</b>	<b>98</b>	<b>172</b>	<b>94</b>	<b>180</b>	<b>86</b>	<b>183</b>	<b>83</b>	<b>187</b>	<b>79</b>
	Matera	27	0,10%	20	7	17	10	19	8	19	8	20	7
	Potenza	49	0,18%	34	15	34	15	36	13	38	11	38	11
<b>Basilicata</b>	<b>Basilicata</b>	<b>76</b>	<b>0,28%</b>	<b>54</b>	<b>22</b>	<b>51</b>	<b>25</b>	<b>55</b>	<b>21</b>	<b>57</b>	<b>19</b>	<b>58</b>	<b>18</b>
	Catanzaro	53	0,19%	33	20	30	23	34	19	37	16	37	16
	Cosenza	60	0,22%	47	13	48	12	50	10	50	10	49	11
	Crotone	19	0,07%	12	7	13	6	14	5	12	7	15	4
	Reggio di Calabria	42	0,15%	27	15	28	14	29	13	31	11	32	10
	Vibo Valentia	10	0,04%	8	2	6	4	6	4	7	3	7	3
<b>Calabria</b>	<b>Calabria</b>	<b>184</b>	<b>0,67%</b>	<b>127</b>	<b>57</b>	<b>125</b>	<b>59</b>	<b>133</b>	<b>51</b>	<b>137</b>	<b>47</b>	<b>140</b>	<b>44</b>
	Avellino	94	0,34%	65	29	65	29	68	26	69	25	63	31
	Benevento	38	0,14%	28	10	25	13	28	10	26	12	29	9
	Caserta	113	0,41%	69	44	74	39	76	37	81	32	80	33
	Napoli	822	3,01%	512	310	536	286	562	260	574	248	610	212
	Salerno	222	0,81%	154	68	159	63	164	58	163	59	164	58
<b>Campania</b>	<b>Campania</b>	<b>1.289</b>	<b>4,73%</b>	<b>828</b>	<b>461</b>	<b>859</b>	<b>430</b>	<b>898</b>	<b>391</b>	<b>913</b>	<b>376</b>	<b>946</b>	<b>343</b>
	Bologna	724	2,65%	411	313	425	299	436	288	448	276	448	276
	Ferrara	84	0,31%	55	29	58	26	61	23	65	19	64	20
	Forlì-Cesena	191	0,70%	127	64	137	54	138	53	140	51	139	52
	Modena	643	2,36%	447	196	464	179	466	177	469	174	484	159
	Parma	368	1,35%	238	130	247	121	253	115	253	115	259	109
	Piacenza	137	0,50%	94	43	94	43	94	43	99	38	101	36
	Ravenna	197	0,72%	134	63	133	64	136	61	142	55	142	55
	Reggio nell'Emilia	435	1,60%	281	154	292	143	298	137	308	127	315	120
	Rimini	142	0,52%	101	41	101	41	108	34	105	37	102	40
<b>Emilia-Romagna</b>	<b>Emilia-Romagna</b>	<b>2.921</b>	<b>10,71%</b>	<b>1.888</b>	<b>1.033</b>	<b>1.951</b>	<b>970</b>	<b>1.990</b>	<b>931</b>	<b>2.029</b>	<b>892</b>	<b>2.054</b>	<b>867</b>
	Gorizia	48	0,18%	33	15	35	13	36	12	37	11	36	12
	Pordenone	167	0,61%	121	46	126	41	127	40	121	46	123	44
	Trieste	115	0,42%	77	38	78	37	78	37	80	35	78	37
	Udine	280	1,03%	191	89	198	82	193	87	191	89	203	77
<b>Friuli-Venezia Giulia</b>	<b>Friuli-Venezia Giulia</b>	<b>610</b>	<b>2,24%</b>	<b>422</b>	<b>188</b>	<b>437</b>	<b>173</b>	<b>434</b>	<b>176</b>	<b>429</b>	<b>181</b>	<b>440</b>	<b>170</b>

<sup>61</sup> Sede legale riportata nella visura camerale depositata in camera di commercio in sede di costituzione della società.

	Frosinone	114	0,42%	87	27	87	27	89	25	93	21	97	17
	Latina	89	0,33%	60	29	64	25	64	25	65	24	67	22
	Rieti	13	0,05%	9	4	11	2	11	2	11	2	11	2
	Roma	2.181	8,00%	1.214	967	1.278	903	1.303	878	1.335	846	1.429	752
	Viterbo	42	0,15%	30	12	30	12	31	11	34	8	34	8
<b>Lazio</b>	<b>Lazio</b>	<b>2.439</b>	<b>8,94%</b>	<b>1.400</b>	<b>1.039</b>	<b>1.470</b>	<b>969</b>	<b>1.498</b>	<b>941</b>	<b>1.538</b>	<b>901</b>	<b>1.638</b>	<b>801</b>
	Genova	441	1,62%	251	190	268	173	278	163	293	148	299	142
	Imperia	45	0,17%	32	13	33	12	31	14	32	13	36	9
	La Spezia	70	0,26%	51	19	53	17	58	12	53	17	50	20
	Savona	58	0,21%	37	21	37	21	40	18	41	17	41	17
<b>Liguria</b>	<b>Liguria</b>	<b>614</b>	<b>2,25%</b>	<b>371</b>	<b>243</b>	<b>391</b>	<b>223</b>	<b>407</b>	<b>207</b>	<b>419</b>	<b>195</b>	<b>426</b>	<b>188</b>
	Bergamo	870	3,19%	560	310	562	308	578	292	586	284	582	288
	Brescia	997	3,66%	692	305	700	297	700	297	703	294	721	276
	Como	342	1,25%	224	118	220	122	223	119	224	118	233	109
	Cremona	126	0,46%	97	29	94	32	101	25	103	23	105	21
	Lecco	229	0,84%	146	83	144	85	151	78	151	78	158	71
	Lodi	45	0,17%	30	15	28	17	33	12	34	11	34	11
	Mantova	218	0,80%	153	65	157	61	160	58	159	59	161	57
	Milano	5.014	18,39%	2.450	2.564	2.609	2.405	2.704	2.310	2.835	2.179	2.895	2.119
	Monza e della Brianza	452	1,66%	274	178	274	178	287	165	292	160	293	159
	Pavia	172	0,63%	122	50	121	51	120	52	125	47	125	47
	Sondrio	57	0,21%	42	15	40	17	42	15	42	15	42	15
	Varese	455	1,67%	265	190	281	174	292	163	289	166	297	158
<b>Lombardia</b>	<b>Lombardia</b>	<b>8.977</b>	<b>32,92%</b>	<b>5.055</b>	<b>3.922</b>	<b>5.230</b>	<b>3.747</b>	<b>5.391</b>	<b>3.586</b>	<b>5.543</b>	<b>3.434</b>	<b>5.646</b>	<b>3.331</b>
	Ancona	197	0,72%	129	68	128	69	137	60	136	61	135	62
	Ascoli Piceno	59	0,22%	39	20	41	18	42	17	47	12	43	16
	Fermo	53	0,19%	41	12	40	13	39	14	42	11	40	13
	Macerata	128	0,47%	87	41	93	35	98	30	94	34	93	35
	Pesaro Urbino	138	0,51%	99	39	101	37	101	37	102	36	106	32
<b>Marche</b>	<b>Marche</b>	<b>575</b>	<b>2,11%</b>	<b>395</b>	<b>180</b>	<b>403</b>	<b>172</b>	<b>417</b>	<b>158</b>	<b>421</b>	<b>154</b>	<b>417</b>	<b>158</b>
	Campobasso	25	0,09%	15	10	21	4	20	5	19	6	14	11
	Isernia	26	0,10%	17	9	15	11	17	9	21	5	19	7
<b>Molise</b>	<b>Molise</b>	<b>51</b>	<b>0,19%</b>	<b>32</b>	<b>19</b>	<b>36</b>	<b>15</b>	<b>37</b>	<b>14</b>	<b>40</b>	<b>11</b>	<b>33</b>	<b>18</b>
	Alessandria	208	0,76%	143	65	140	68	147	61	150	58	151	57
	Asti	41	0,15%	23	18	26	15	27	14	29	12	28	13
	Biella	124	0,45%	66	58	67	57	69	55	73	51	77	47
	Cuneo	285	1,05%	192	93	199	86	213	72	212	73	217	68
	Novara	195	0,72%	114	81	124	71	125	70	133	62	133	62
	Torino	1.183	4,34%	692	491	703	480	749	434	779	404	796	387
	Verbano-Cusio-Ossola	37	0,14%	26	11	26	11	27	10	26	11	28	9
	Vercelli	46	0,17%	28	18	29	17	30	16	31	15	30	16
<b>Piemonte</b>	<b>Piemonte</b>	<b>2.119</b>	<b>7,77%</b>	<b>1.284</b>	<b>835</b>	<b>1.314</b>	<b>805</b>	<b>1.387</b>	<b>732</b>	<b>1.433</b>	<b>686</b>	<b>1.460</b>	<b>659</b>
	Bari	239	0,88%	169	70	169	70	173	66	171	68	176	63
	Barletta-Andria-Trani	28	0,10%	17	11	17	11	15	13	17	11	17	11
	Brindisi	26	0,10%	15	11	19	7	18	8	18	8	18	8
	Foggia	48	0,18%	36	12	39	9	37	11	36	12	37	11
	Lecce	71	0,26%	44	27	49	22	49	22	48	23	48	23
	Taranto	56	0,21%	38	18	38	18	38	18	43	13	39	17
<b>Puglia</b>	<b>Puglia</b>	<b>468</b>	<b>1,72%</b>	<b>319</b>	<b>149</b>	<b>331</b>	<b>137</b>	<b>330</b>	<b>138</b>	<b>333</b>	<b>135</b>	<b>335</b>	<b>133</b>
	Cagliari	125	0,46%	80	45	77	48	85	40	84	41	83	42
	Carbonia-Iglesias	5	0,02%	1	4	1	4	2	3	2	3	3	2
	Medio Campidano	2	0,01%	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Nuoro	13	0,05%	8	5	8	5	10	3	9	4	8	5
	Ogliastra	2	0,01%	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	Olbia-Tempio	18	0,07%	12	6	13	5	15	3	13	5	14	4
	Oristano	6	0,02%	5	1	5	1	5	1	5	1	5	1
	Sassari	44	0,16%	29	15	26	18	28	16	31	13	29	15
<b>Sardegna</b>	<b>Sardegna</b>	<b>215</b>	<b>0,79%</b>	<b>138</b>	<b>77</b>	<b>132</b>	<b>83</b>	<b>147</b>	<b>68</b>	<b>146</b>	<b>69</b>	<b>144</b>	<b>71</b>
	Agrigento	25	0,09%	15	10	15	10	13	12	16	9	16	9
	Caltanissetta	29	0,11%	18	11	17	12	17	12	16	13	17	12
	Catania	197	0,72%	135	62	149	48	149	48	154	43	155	42
	Enna	4	0,01%	3	1	3	1	3	1	3	1	3	1
	Messina	89	0,33%	67	22	72	17	73	16	68	21	72	17
	Palermo	214	0,78%	136	78	136	78	130	84	138	76	139	75
	Ragusa	42	0,15%	31	11	34	8	34	8	37	5	36	6
	Siracusa	40	0,15%	31	9	31	9	31	9	29	11	30	10
	Trapani	34	0,12%	22	12	20	14	21	13	23	11	24	10
<b>Sicilia</b>	<b>Sicilia</b>	<b>674</b>	<b>2,47%</b>	<b>458</b>	<b>216</b>	<b>477</b>	<b>197</b>	<b>471</b>	<b>203</b>	<b>484</b>	<b>190</b>	<b>492</b>	<b>182</b>
	Arezzo	193	0,71%	123	70	129	64	132	61	132	61	137	56
	Firenze	593	2,17%	366	227	376	217	386	207	392	201	401	192
	Grosseto	44	0,16%	26	18	24	20	27	17	28	16	30	14
	Livorno	100	0,37%	65	35	70	30	70	30	68	32	73	27
	Lucca	180	0,66%	117	63	114	66	124	56	116	64	121	59
	Massa-Carrara	55	0,20%	38	17	42	13	40	15	40	15	42	13
	Pisa	210	0,77%	152	58	157	53	157	53	153	57	161	49
	Pistoia	154	0,56%	130	24	126	28	129	25	127	27	130	24
	Prato	214	0,78%	148	66	151	63	145	69	155	59	154	60
	Siena	91	0,33%	64	27	65	26	67	24	68	23	67	24
<b>Toscana</b>	<b>Toscana</b>	<b>1.834</b>	<b>6,73%</b>	<b>1.229</b>	<b>605</b>	<b>1.254</b>	<b>580</b>	<b>1.277</b>	<b>557</b>	<b>1.279</b>	<b>555</b>	<b>1.316</b>	<b>518</b>
	Bolzano/Bozen	302	1,11%	183	119	190	112	195	107	201	101	196	106
	Trento	290	1,06%	188	102	204	86	199	91	209	81	204	86
<b>Trentino-Alto Adige</b>	<b>Trentino-Alto Adige</b>	<b>592</b>	<b>2,17%</b>	<b>371</b>	<b>221</b>	<b>394</b>	<b>198</b>	<b>394</b>	<b>198</b>	<b>410</b>	<b>182</b>	<b>400</b>	<b>192</b>

	Perugia	240	0,88%	173	67	181	59	183	57	189	51	185	55
	Terni	60	0,22%	47	13	41	19	44	16	45	15	45	15
Umbria	Umbria	300	1,10%	220	80	222	78	227	73	234	66	230	70
	Valle d'Aosta/Vallée d'A	48	0,18%	24	24	19	29	21	27	27	21	27	21
Valle d'Aosta/Vallée d'Aoste	e d'Aosta/Vallée d'A	48	0,18%	24	24	19	29	21	27	27	21	27	21
	Belluno	51	0,19%	31	20	33	18	33	18	35	16	37	14
	Padova	576	2,11%	368	208	383	193	397	179	409	167	419	157
	Rovigo	61	0,22%	41	20	40	21	40	21	42	19	44	17
	Treviso	595	2,18%	376	219	407	188	413	182	434	161	428	167
	Venezia	323	1,18%	198	125	204	119	203	120	216	107	216	107
	Verona	610	2,24%	374	236	373	237	402	208	416	194	422	188
	Vicenza	802	2,94%	530	272	549	253	557	245	579	223	581	221
Veneto	Veneto	3.018	11,07%	1.918	1.100	1.989	1.029	2.045	973	2.131	887	2.147	871
	<b>TOTALE CAMPIONE</b>	<b>27.270</b>	<b>100%</b>	<b>16.701</b>	<b>10.569</b>	<b>17.257</b>	<b>10.013</b>	<b>17.739</b>	<b>9.531</b>	<b>18.186</b>	<b>9.084</b>	<b>18.536</b>	<b>8.734</b>
		100,00%		61,24%	38,76%	63,28%	36,72%	65,05%	34,95%	66,69%	33,31%	67,97%	32,03%
check		27.270		27.270				27.270		27.270		27.270	

*Fonte dati: Analisi interna*

La presente tabella mette in luce come le imprese Zero-Leverage sono distribuite in modo piuttosto disomogeneo sul territorio italiano.

A prima vista, possiamo affermare che le società oggetto del nostro campione si trovano quasi tutte prevalentemente concentrate nel Nord-Italia. Tale risultato non è abbastanza fuorviante visto che il campione è composto da società per azioni che, rispetto alle altre “vesti giuridiche”, (ad esempio s.r.l.) sono preferibili per la costituzione di società di medio-grande dimensione.

La maggior parte di queste società di medio-grandi dimensioni sono situate nel Nord-Italia poiché in tale regione si sono avute, nel corso degli anni, le giuste condizioni economiche, sociali e politiche (ad esempio un tessuto imprenditoriale diffuso in modo capillare che si è sviluppato dal secondo dopo guerra amplificando sempre più il divario tra il Nord e il Sud del nostro paese) che hanno determinato e reso fattibile la loro nascita.

Le regioni con il maggiore numero di società per azioni attive si ritrovano rispettivamente in: Lombardia con 8.977 S.p.a. (32,92%); Veneto con 3.018 S.p.a. (11,07%); Emilia Romagna con 2.921 S.p.a. (10,71%); Lazio con 2.439 S.p.a. (8,94%); Piemonte con 2.119 S.p.a.(7,77%) e infine Toscana con 1.834 S.p.a. (6,73%). Invece, tra le regioni con il minor numero di società per azioni attive troviamo Valle D'Aosta (0,18%); Basilicata (0,28%); Calabria (0,67%); Sardegna (0,79%) e infine Abruzzo (0,98%); come notato, nessuna di queste regioni, prevalentemente situate nel sud-centro Italia (con esclusione della Valle D'Aosta), supera un punto percentuale.

Tali risultati dimostrano il fatto che il divario tra Nord e il Sud, le cui origini derivano dall'unità d'Italia (da quel momento in poi l'industrializzazione si concentrò nelle regioni settentrionali rafforzando il dualismo Nord-Sud<sup>62</sup>) è molto marcato e che la maggior parte delle imprese oggetto del campione sono concentrate nell'area Nord-Est (Veneto ed Emilia Romagna) e nell'area Nord Ovest (Lombardia e Piemonte).

Più nello specifico, le provincie con il numero maggiore di società per azioni attive sono rispettivamente: Milano con 5.014 S.p.a. (18,39%); Roma con 2.181 S.p.a.(8,00%); Torino con 1.183 S.p.a. (4,34%); Brescia con 997 S.p.a. (3,66%) Bergamo con 870 S.p.a. (3,19%); Napoli con 822 S.p.a. (3,01%); Vicenza con 802 S.p.a. (2,94%); Bologna con 724 S.p.a. (2,65%); Modena con 643 S.p.a. (2,36%); Verona con 610 S.p.a. (2,24%) e infine Treviso con 595 S.p.a. (2,18%).

Tali risultati dimostrano il fatto che le imprese di grandi dimensioni si concentrano in aree geografiche altamente popolate e urbanizzate (ad esempio Milano, Roma e Napoli) oppure in veri e propri conglomerati industriali in cui si possono sfruttare gli effetti di rete dei distretti industriali (ad esempio nel conglomerato Brescia, Bergamo e Milano).

La concentrazione delle imprese in determinate aree è data da un possibile vantaggio competitivo offerto dai distretti industriali spesso individuato sul fronte produttivo e utilizzato per spiegare le buone performance di un'industria italiana dominata da soggetti di piccole dimensioni e specializzata in beni considerati tradizionali o maturi (tessile-abbigliamento, calzature, mobili, piastrelle, meccanica leggera).

Questi beni sono prodotti in specifiche aree, i distretti appunto, dove ha luogo un'interazione virtuosa tra imprese e conoscenza e, in particolare, una veloce trasmissione del know-how produttivo da un soggetto a un altro<sup>63</sup>.

---

<sup>62</sup> *Tra il 1870 e 1914 la società italiana conobbe una trasformazione profonda. Il paese da agricolo si trasformò in industriale-agricolo. Ci fu il cosiddetto decollo industriale che fece entrare l'Italia nel numero dei Paesi Sviluppati, anche se a notevole distanza dalle grandi potenze economica V.S.A-Regno unito e Germania. Ma l'industria si concentrò in poche aree al Nord (soprattutto nel triangolo industriale costituito da Milano-Torino-Genova). Così il Nord, o almeno alcune aree di esso, si sviluppava e s'inseriva progressivamente nel contesto delle grandi Nazioni industriali.*

<sup>63</sup> *Nel distretto la capacità competitiva delle imprese industriali è legata alle caratteristiche socioculturali del territorio. Il territorio consente di utilizzare economie esterne alle singole imprese, ma localizzate nel distretto e non trasferibili da un luogo all'altro, che consistono in un insieme di saperi, know-how, conoscenze tacite, competenze, esperienze, valori, interazioni sociali, coesione sociale, rete istituzionale che nel tempo si sono stabiliti e creati in microsistemi locali (Becattini, 1998)1 . Sono proprio queste economie esterne, più uniche che riproducibili, che spiegano la competitività dei distretti industriali rispetto a strutture produttive alternative.*

Il distretto, quindi, non è altro che “un’entità socio-territoriale caratterizzata dalla compresenza attiva, in un’area territoriale circoscritta, naturalisticamente e storicamente ben definita, di una comunità di individui e di una popolazione di imprese industriali”<sup>64</sup>.

Affinando ancor più la nostra ricerca possiamo vedere che in riferimento all’anno 2015 per le principali regioni si hanno le seguenti ripartizioni tra imprese Leverage e imprese Zero-Leverage:

- Lombardia = imprese Leverage 5.055 S.p.a. (18,54%) e imprese Zero-Leverage 3.922 S.p.a. (14,38%).
- Veneto = imprese Leverage 1.918 S.p.a. (7,03%) e imprese Zero-Leverage 1.100 S.p.a. (4,03%).
- Emilia Romagna = imprese Leverage 1.888 S.p.a. (6,92%) e imprese Zero-Leverage 1.033 S.p.a. (3,79%).
- Lazio = imprese Leverage 1.400 S.p.a. (8,38%) e imprese Zero-Leverage 1.039 S.p.a. (3,81%).
- Piemonte = imprese Leverage 1.284 S.p.a. (4,71%) e imprese Zero-Leverage 835 (3,06%).
- Toscana = imprese Leverage 1.229 S.p.a. (4,51%) e imprese Zero-Leverage 605 S.p.a. (2,22%).
- Campania = imprese Leverage 828 S.p.a. (3,04%) e imprese Zero-Leverage 461 S.p.a. (1,69%).

Le otto regioni appena richiamate costituiscono 82,86% del campione con 22.597 società per azioni.

Da un primo confronto possiamo vedere che il numero d’imprese Leverage per ogni singola regione è maggiore rispetto al numero delle imprese Zero-Leverage riferite alla stessa regione. Ciò deriva dal fatto che il “sistema Paese Italia” è orientato (in linea con il modello continentale) agli intermediari finanziari o più semplicemente agli istituti bancari piuttosto che al mercato.<sup>65</sup>

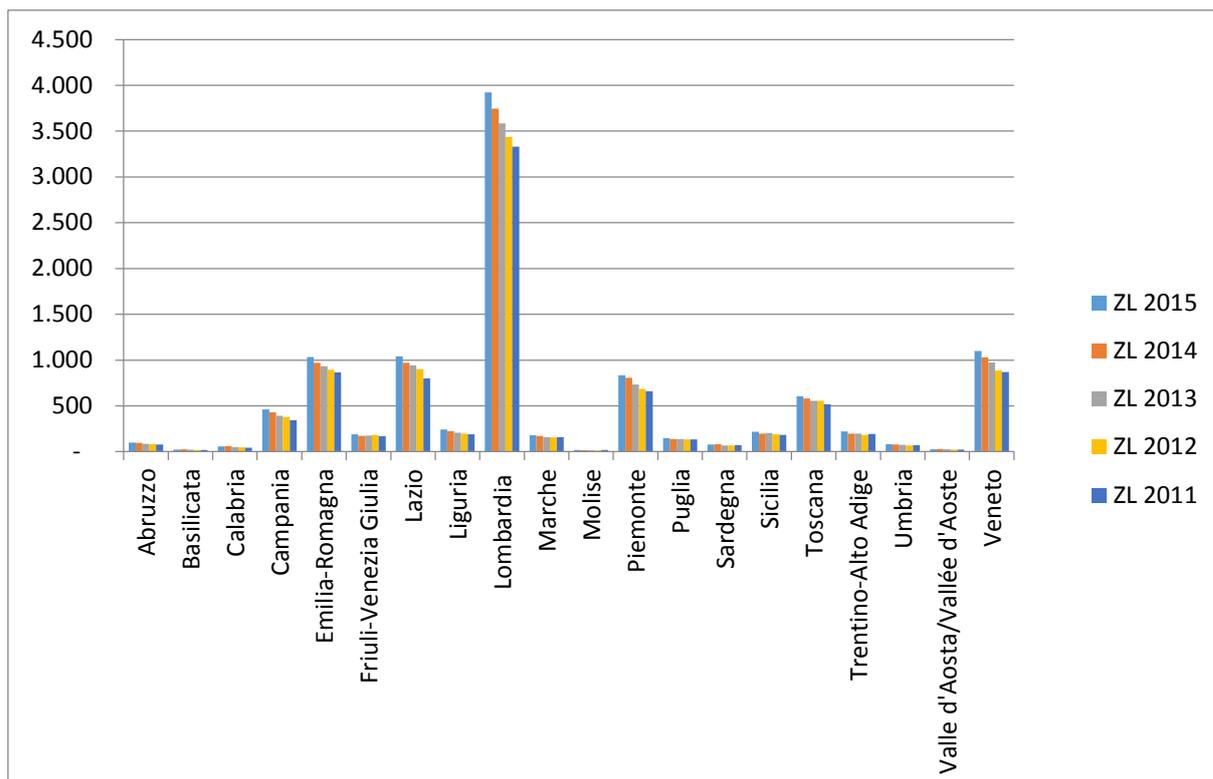
Ora però, bisogna compiere un’ulteriore analisi tenendo in considerazione il trend degli ultimi cinque anni (intervallo 2011-2015):

---

<sup>64</sup> (Becattini, 1989).

<sup>65</sup> Richiamato nel primo capitolo al paragrafo 1.5.

**Grafico 1. Trend imprese Zero-Leverage (per regione).**

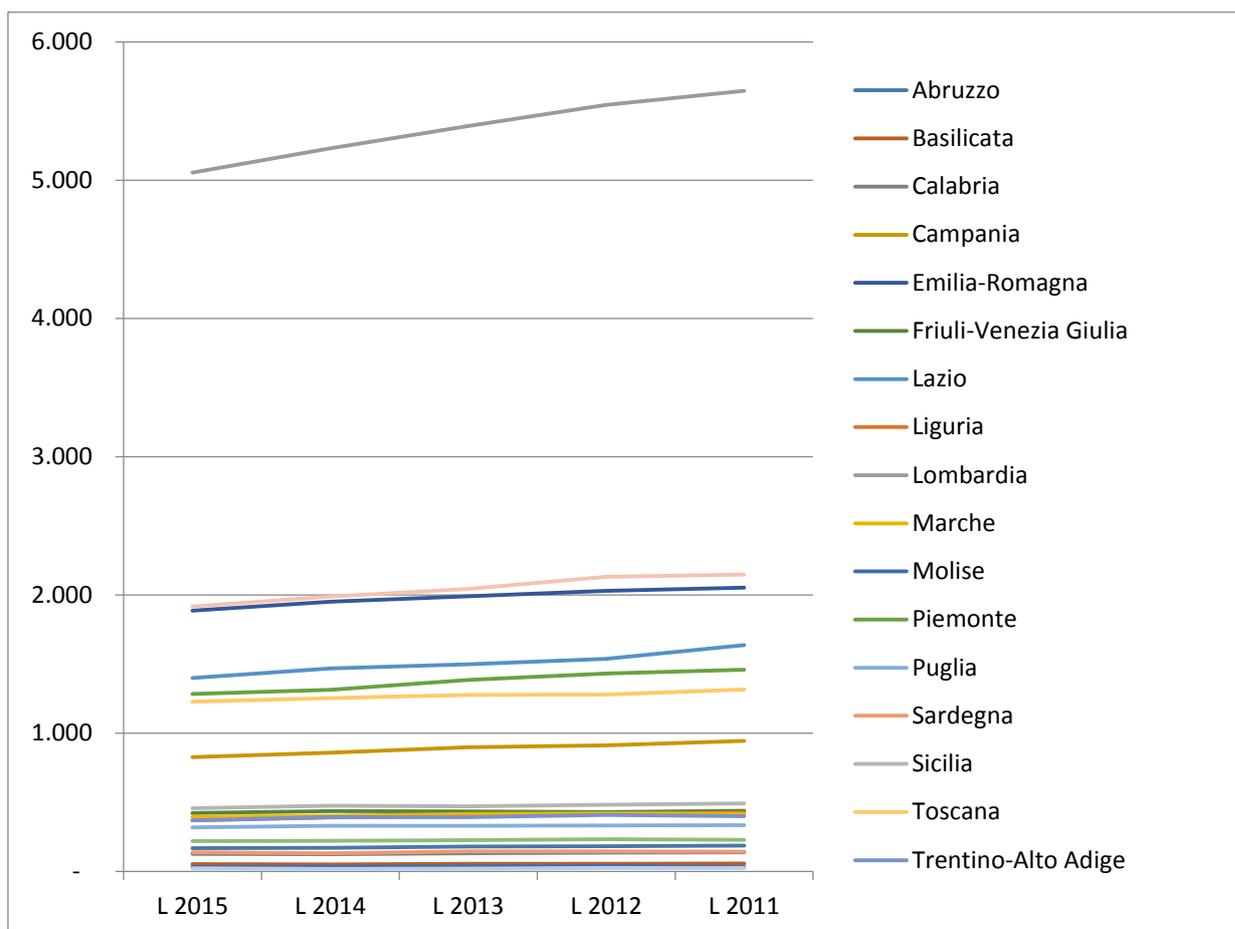


*Fonte: Analisi dati interni.*

Come possiamo notare, il numero delle imprese a Zero-Leverage è aumentato in tutte le regioni d'Italia e quindi non si tratta di un fenomeno collegato soltanto a determinate aree geografiche. Ovviamente bisogna anche specificare che in alcune regioni il trend è più marcato rispetto ad altre regioni. Il numero delle imprese Zero-Leverage è passato da 8.374 S.p.a. del 2011 a 10.569 del 2015 con un incremento pari a 1.835 S.p.a. (+21%). Più nello specifico, possiamo vedere che le regioni che hanno registrato un maggior incremento (tenendo in considerazione la variazione percentuale degli ultimi cinque anni) sono: Campania con un incremento pari a 118 S.p.a (+34,40%), Lazio con un incremento pari a 238 S.p.a. (+29,71), Liguria con 55 S.p.a.(+29,26%), Calabria con un incremento pari a 33 S.p.a. (29,55%), Veneto con un incremento pari a 229 S.p.a. (+26,29%) e infine Piemonte con 176 S.p.a. (+26,71%). In valore assoluto il principale incremento è stato registrato dalla regione Lombardia con le sue 591 S.p.a.(17,74%).

Al di là dei dati relativi alle imprese Zero-Leverage, ora riportiamo i dati riferiti al trend delle imprese Leverage nell'ultimo quinquennio (2015-2011):

**Grafico 2. Trend imprese Leverage (per regione).**



*Fonte: Analisi dati interni.*

Possiamo notare, nel grafico, come l'Italia presenta un trend negativo delle imprese che attuano una politica di Leverage e che, come anticipato in precedenza per le imprese Zero-Leverage, non si tratta di un fenomeno isolato ma riguarda, invece, tutte le regioni italiane, anche se con percentuali variabili da una regione all'altra. Infatti, la riduzione d'imprese Leverage, e quindi di conseguenza l'aumento delle imprese Zero-Leverage, ha interessato soprattutto regioni come Campania, Lazio, Liguria, Veneto, Piemonte e Lombardia.

Per affinare le nostre analisi abbiamo classificato le società in base all'area geografica ma diversamente dalla tabella precedente, abbiamo ripartito le imprese in Leverage/Zero-Leverage in base all'attuazione di una strategia di Zero-Leverage su più anni. In altre parole abbiamo classificato come imprese Zero-Leverage solo quelle che in modo continuo negli anni attuano una politica di non utilizzo della leva finanziaria cioè che tra un anno e l'altro non hanno un cambio del segno della posizione finanziaria netta.

In questo modo si è in grado di comprendere quali sono le imprese che realmente attuano una politica di Zero-Leverage in modo continuo e attraverso una strategia di lungo periodo, “depurando” dal campione delle imprese Zero-Leverage, quelle che presentano una posizione finanziaria netta negativa soltanto nel breve periodo. (ad esempio per l’attuazione di politiche di bilancio)

In questo modo si è in grado di comprendere quali sono le imprese che realmente attuano una politica di Zero-Leverage in modo continuativo e quindi in modo strategico, e che non si trovano ad esempio un anno con posizione finanziaria netta negativa solo per caso o ancor più ragionevolmente per l’attuazione di politiche di bilancio.

Nella tabella seguente vengono scartate tali imprese dal cluster delle imprese Zero-Leverage, individuando in tal modo le imprese che in modo continuativo attuano una politica di Zero-Leverage.

**Tabella 10. Classificazione per area Geografica (Strategia su più anni)**

Indirizzo sede	Provincia	TOTALE	%	Strategia 2 anni		Strategia 3 anni		Strategia 4 anni		Strategia 5 anni	
				L 2014	ZL 2014	L 2013	ZL 2013	L 2012	ZL 2012	L 2011	ZL 2011
	Chieti	83	0,3%	51	32	56	27	58	25	63	20
	L'Aquila	42	0,2%	28	14	31	11	33	9	34	8
	Pescara	75	0,3%	49	26	55	20	57	18	61	14
	Teramo	66	0,2%	52	14	52	14	55	11	56	10
<b>Abruzzo</b>	<b>Abruzzo</b>	<b>266</b>	<b>1,0%</b>	<b>180</b>	<b>86</b>	<b>194</b>	<b>72</b>	<b>203</b>	<b>63</b>	<b>214</b>	<b>52</b>
	Matera	27	0,1%	21	6	22	5	22	5	23	4
	Potenza	49	0,2%	37	12	41	8	44	5	44	5
<b>Basilicata</b>	<b>Basilicata</b>	<b>76</b>	<b>0,3%</b>	<b>58</b>	<b>18</b>	<b>63</b>	<b>13</b>	<b>66</b>	<b>10</b>	<b>67</b>	<b>9</b>
	Catanzaro	53	0,2%	34	19	37	16	39	14	40	13
	Cosenza	60	0,2%	51	9	53	7	53	7	53	7
	Crotone	19	0,1%	13	6	14	5	14	5	16	3
	Reggio di Calabria	42	0,2%	28	14	30	12	32	10	34	8
	Vibo Valentia	10	0,0%	9	1	9	1	9	1	9	1
<b>Calabria</b>	<b>Calabria</b>	<b>184</b>	<b>0,7%</b>	<b>135</b>	<b>49</b>	<b>143</b>	<b>41</b>	<b>147</b>	<b>37</b>	<b>152</b>	<b>32</b>
	Avellino	94	0,3%	69	25	73	21	74	20	74	20
	Benevento	38	0,1%	30	8	33	5	34	4	34	4
	Caserta	113	0,4%	80	33	87	26	91	22	92	21
	Napoli	822	3,0%	574	248	622	200	647	175	683	139
	Salerno	222	0,8%	167	55	176	46	182	40	185	37
<b>Campania</b>	<b>Campania</b>	<b>1.289</b>	<b>4,7%</b>	<b>920</b>	<b>369</b>	<b>991</b>	<b>298</b>	<b>1.028</b>	<b>261</b>	<b>1.068</b>	<b>221</b>
	Bologna	724	2,7%	452	272	480	244	513	211	538	186
	Ferrara	84	0,3%	60	24	63	21	69	15	71	13
	Forlì-Cesena	191	0,7%	142	49	148	43	154	37	159	32
	Modena	643	2,4%	482	161	497	146	513	130	536	107
	Parma	368	1,3%	261	107	277	91	287	81	295	73
	Piacenza	137	0,5%	100	37	101	36	108	29	111	26
	Ravenna	197	0,7%	143	54	150	47	159	38	163	34
	Reggio nell'Emilia	435	1,6%	303	132	318	117	337	98	351	84
	Rimini	142	0,5%	107	35	113	29	118	24	120	22

<b>Emilia-Romagna</b>	<b>Emilia-Romagna</b>	<b>2.921</b>	<b>10,7%</b>	<b>2.050</b>	<b>871</b>	<b>2.147</b>	<b>774</b>	<b>2.258</b>	<b>663</b>	<b>2.344</b>	<b>577</b>
	Gorizia	48	0,2%	36	12	38	10	39	9	40	8
	Pordenone	167	0,6%	130	37	134	33	137	30	138	29
	Trieste	115	0,4%	84	31	86	29	87	28	89	26
	Udine	280	1,0%	207	73	214	66	221	59	232	48
<b>Friuli-Venezia Giulia</b>	<b>Friuli-Venezia Gi</b>	<b>610</b>	<b>2,2%</b>	<b>457</b>	<b>153</b>	<b>472</b>	<b>138</b>	<b>484</b>	<b>126</b>	<b>499</b>	<b>111</b>
	Frosinone	114	0,4%	94	20	94	20	101	13	105	9
	Latina	89	0,3%	66	23	70	19	74	15	75	14
	Rieti	13	0,0%	12	1	12	1	12	1	12	1
	Roma	2.181	8,0%	1.388	793	1.484	697	1.577	604	1.668	513
	Viterbo	42	0,2%	31	11	34	8	35	7	37	5
<b>Lazio</b>	<b>Lazio</b>	<b>2.439</b>	<b>8,9%</b>	<b>1.591</b>	<b>848</b>	<b>1.694</b>	<b>745</b>	<b>1.799</b>	<b>640</b>	<b>1.897</b>	<b>542</b>
	Genova	441	1,6%	287	154	310	131	328	113	344	97
	Imperia	45	0,2%	35	10	35	10	36	9	38	7
	La Spezia	70	0,3%	55	15	59	11	59	11	59	11
	Savona	58	0,2%	39	19	44	14	46	12	46	12
<b>Liguria</b>	<b>Liguria</b>	<b>614</b>	<b>2,3%</b>	<b>416</b>	<b>198</b>	<b>448</b>	<b>166</b>	<b>469</b>	<b>145</b>	<b>487</b>	<b>127</b>
	Bergamo	870	3,2%	597	273	631	239	655	215	673	197
	Brescia	997	3,7%	736	261	766	231	790	207	808	189
	Como	342	1,3%	238	104	249	93	256	86	268	74
	Cremona	126	0,5%	101	25	107	19	110	16	111	15
	Lecco	229	0,8%	153	76	164	65	169	60	176	53
	Lodi	45	0,2%	33	12	36	9	39	6	40	5
	Mantova	218	0,8%	162	56	172	46	175	43	182	36
	Milano	5.014	18,4%	2.825	2.189	3.094	1.920	3.326	1.688	3.506	1.508
	Monza e della Br	452	1,7%	294	158	311	141	324	128	335	117
	Pavia	172	0,6%	127	45	130	42	133	39	136	36
	Sondrio	57	0,2%	44	13	44	13	45	12	46	11
	Varese	455	1,7%	295	160	316	139	333	122	348	107
<b>Lombardia</b>	<b>Lombardia</b>	<b>8.977</b>	<b>32,9%</b>	<b>5.605</b>	<b>3.372</b>	<b>6.020</b>	<b>2.957</b>	<b>6.355</b>	<b>2.622</b>	<b>6.629</b>	<b>2.348</b>
	Ancona	197	0,7%	140	57	145	52	148	49	151	46
	Ascoli Piceno	59	0,2%	42	17	45	14	48	11	50	9
	Fermo	53	0,2%	41	12	41	12	44	9	46	7
	Macerata	128	0,5%	95	33	103	25	105	23	106	22
	Pesaro Urbino	138	0,5%	106	32	109	29	112	26	115	23
<b>Marche</b>	<b>Marche</b>	<b>575</b>	<b>2,1%</b>	<b>424</b>	<b>151</b>	<b>443</b>	<b>132</b>	<b>457</b>	<b>118</b>	<b>468</b>	<b>107</b>
	Campobasso	25	0,1%	22	3	22	3	22	3	22	3
	Isernia	26	0,1%	17	9	20	6	23	3	23	3
<b>Molise</b>	<b>Molise</b>	<b>51</b>	<b>0,2%</b>	<b>39</b>	<b>12</b>	<b>42</b>	<b>9</b>	<b>45</b>	<b>6</b>	<b>45</b>	<b>6</b>
	Alessandria	208	0,8%	151	57	162	46	169	39	173	35
	Asti	41	0,2%	26	15	27	14	30	11	31	10
	Biella	124	0,5%	72	52	79	45	84	40	88	36
	Cuneo	285	1,0%	207	78	225	60	232	53	241	44
	Novara	195	0,7%	130	65	140	55	148	47	150	45
	Torino	1.183	4,3%	752	431	814	369	874	309	901	282
	Verbano-Cusio-C	37	0,1%	26	11	28	9	28	9	29	8
	Vercelli	46	0,2%	29	17	30	16	31	15	32	14
<b>Piemonte</b>	<b>Piemonte</b>	<b>2.119</b>	<b>7,8%</b>	<b>1.393</b>	<b>726</b>	<b>1.505</b>	<b>614</b>	<b>1.596</b>	<b>523</b>	<b>1.645</b>	<b>474</b>
	Bari	239	0,9%	178	61	189	50	196	43	200	39
	Barletta-Andria-	28	0,1%	19	9	21	7	21	7	22	6
	Brindisi	26	0,1%	20	6	21	5	21	5	22	4
	Foggia	48	0,2%	40	8	40	8	41	7	43	5
	Lecce	71	0,3%	50	21	54	17	58	13	61	10
	Taranto	56	0,2%	41	15	43	13	46	10	46	10
<b>Puglia</b>	<b>Puglia</b>	<b>468</b>	<b>1,7%</b>	<b>348</b>	<b>120</b>	<b>368</b>	<b>100</b>	<b>383</b>	<b>85</b>	<b>394</b>	<b>74</b>

	Cagliari	125	0,5%	83	42	92	33	97	28	103	22
	Carbonia-Iglesia	5	0,0%	1	4	2	3	2	3	3	2
	Medio Campidan	2	0,0%	1	1	1	1	1	1	1	1
	Nuoro	13	0,0%	9	4	10	3	11	2	11	2
	Ogliastra	2	0,0%	2		2		2		2	
	Olbia-Tempio	18	0,1%	13	5	15	3	15	3	16	2
	Oristano	6	0,0%	5	1	5	1	5	1	5	1
	Sassari	44	0,2%	30	14	31	13	33	11	33	11
<b>Sardegna</b>	<b>Sardegna</b>	<b>215</b>	<b>0,8%</b>	<b>144</b>	<b>71</b>	<b>158</b>	<b>57</b>	<b>166</b>	<b>49</b>	<b>174</b>	<b>41</b>
	Agrigento	25	0,1%	17	8	17	8	18	7	20	5
	Caltanissetta	29	0,1%	19	10	20	9	21	8	22	7
	Catania	197	0,7%	153	44	160	37	168	29	175	22
	Enna	4	0,0%	3	1	3	1	3	1	3	1
	Messina	89	0,3%	74	15	75	14	76	13	79	10
	Palermo	214	0,8%	150	64	155	59	161	53	167	47
	Ragusa	42	0,2%	34	8	35	7	38	4	39	3
	Siracusa	40	0,1%	34	6	36	4	36	4	36	4
	Trapani	34	0,1%	22	12	25	9	27	7	27	7
<b>Sicilia</b>	<b>Sicilia</b>	<b>674</b>	<b>2,5%</b>	<b>506</b>	<b>168</b>	<b>526</b>	<b>148</b>	<b>548</b>	<b>126</b>	<b>568</b>	<b>106</b>
	Arezzo	193	0,7%	134	59	143	50	149	44	156	37
	Firenze	593	2,2%	399	194	424	169	442	151	462	131
	Grosseto	44	0,2%	26	18	29	15	30	14	32	12
	Livorno	100	0,4%	71	29	76	24	77	23	78	22
	Lucca	180	0,7%	126	54	133	47	135	45	139	41
	Massa-Carrara	55	0,2%	45	10	46	9	46	9	47	8
	Pisa	210	0,8%	163	47	168	42	171	39	177	33
	Pistoia	154	0,6%	133	21	138	16	140	14	142	12
	Prato	214	0,8%	158	56	164	50	174	40	181	33
	Siena	91	0,3%	66	25	69	22	70	21	73	18
<b>Toscana</b>	<b>Toscana</b>	<b>1.834</b>	<b>6,7%</b>	<b>1.321</b>	<b>513</b>	<b>1.390</b>	<b>444</b>	<b>1.434</b>	<b>400</b>	<b>1.487</b>	<b>347</b>
	Bolzano/Bozen	302	1,1%	197	105	213	89	227	75	235	67
	Trento	290	1,1%	213	77	220	70	233	57	240	50
<b>Trentino-Alto Adige</b>	<b>Trentino-Alto Ad</b>	<b>592</b>	<b>2,2%</b>	<b>410</b>	<b>182</b>	<b>433</b>	<b>159</b>	<b>460</b>	<b>132</b>	<b>475</b>	<b>117</b>
	Perugia	240	0,9%	188	52	198	42	204	36	209	31
	Terni	60	0,2%	47	13	49	11	49	11	51	9
<b>Umbria</b>	<b>Umbria</b>	<b>300</b>	<b>1,1%</b>	<b>235</b>	<b>65</b>	<b>247</b>	<b>53</b>	<b>253</b>	<b>47</b>	<b>260</b>	<b>40</b>
	Valle d'Aosta/Va	48	0,2%	24	24	25	23	30	18	33	15
<b>Valle d'Aosta/Vallée</b>	<b>Valle d'Aosta/Va</b>	<b>48</b>	<b>0,2%</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>30</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>15</b>
	Belluno	51	0,2%	35	16	36	15	39	12	41	10
	Padova	576	2,1%	404	172	430	146	448	128	470	106
	Rovigo	61	0,2%	41	20	42	19	45	16	47	14
	Treviso	595	2,2%	426	169	443	152	471	124	487	108
	Venezia	323	1,2%	220	103	229	94	244	79	252	71
	Verona	610	2,2%	402	208	435	175	462	148	478	132
	Vicenza	802	2,9%	582	220	610	192	639	163	654	148
<b>Veneto</b>	<b>Veneto</b>	<b>3.018</b>	<b>11,1%</b>	<b>2.110</b>	<b>908</b>	<b>2.225</b>	<b>793</b>	<b>2.348</b>	<b>670</b>	<b>2.429</b>	<b>589</b>
<b>TOTALE CAMPIONE</b>	<b>TOTALE CAMPIONE</b>	<b>27.270</b>	<b>100,0%</b>	<b>18.366</b>	<b>8.904</b>	<b>19.534</b>	<b>7.736</b>	<b>20.529</b>	<b>6.741</b>	<b>21.335</b>	<b>5.935</b>
		<b>100,00%</b>		<b>67,35%</b>	<b>32,65%</b>	<b>71,63%</b>	<b>28,37%</b>	<b>75,28%</b>	<b>24,72%</b>	<b>78,24%</b>	<b>21,76%</b>
<i>check</i>			<b>27.270</b>			<b>27.270</b>		<b>27.270</b>		<b>27.270</b>	

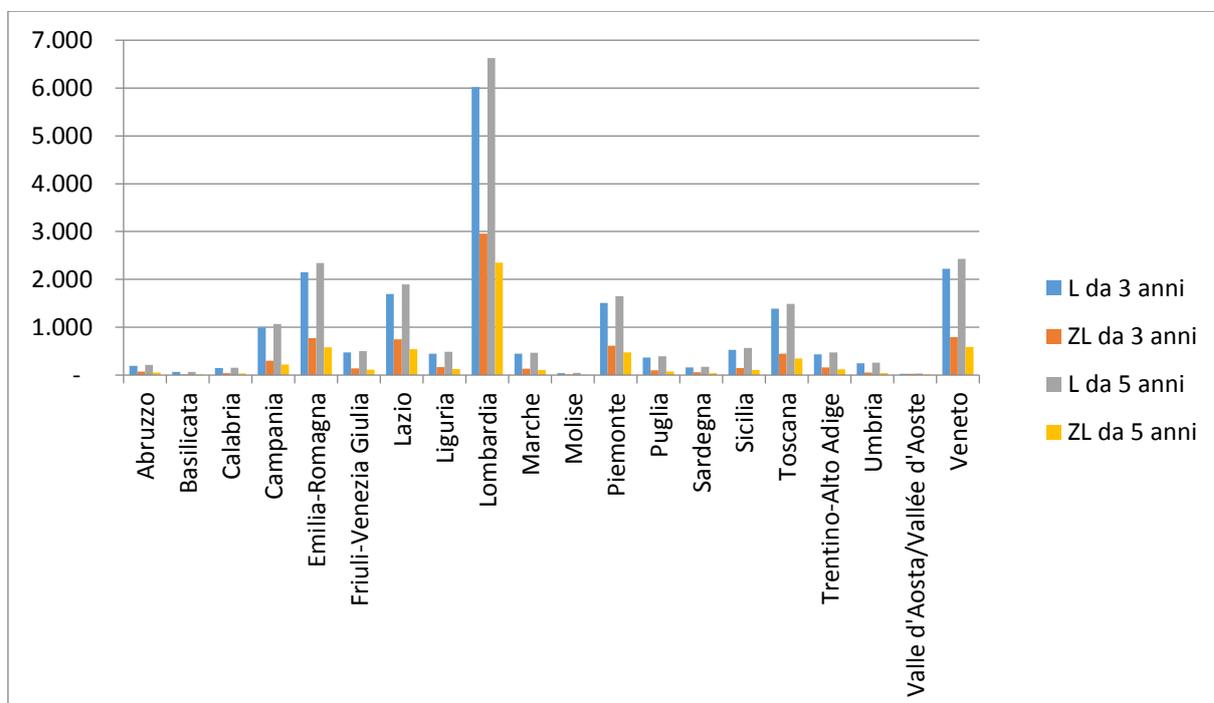
Fonte dati: Analisi interna

Possiamo notare dai dati riportati nella tabella precedente che le imprese che attuano una strategia di Zero-Leverage a tre anni e a cinque anni sono minori in numero rispetto a quelle identificate nella tabella 8, questo perché nella tabella 9 abbiamo eliminato quelle società che attuano una politica di Zero-Leverage solo nel breve periodo e che quindi presentano tra un anno e l'altro un cambio del segno della posizione finanziaria netta.

Possiamo veder che le imprese a Zero-Leverage (strategia a tre anni) sono concentrate principalmente in regioni quali Lombardia con 2.957 S.p.a. (10,8%), Veneto con 793 S.p.a. (2,9%), Emilia - Romagna con 794 S.p.a. (2,8%), Lazio con 745 S.p.a. (2,7%) e Piemonte con 614 S.p.a. (2,14%). In merito alle imprese che applicano invece una strategia a Zero-Leverage da almeno cinque anni, si riscontrano le seguenti ripartizioni al livello geografico: Lombardia con 2.348 S.p.a. (8,6%), Veneto con 589 S.p.a. (2,2%), Emilia-Romagna con 577 S.p.a. (2,1%), Lazio con 542 S.p.a. (2,0%) e Piemonte con 474 S.p.a. (1,7%).

Nel grafico riportato qui di seguito, viene illustrata la ripartizione tra imprese Leverage e Zero-Leverage classificando come imprese Zero-Leverage solo quelle che attuano una politica di Zero-Leverage da tre anni consecutivi e da cinque anni consecutivi.

**Grafico 3. Strategia imprese Leverage/Zero-Leverage (3- 5 anni) per regione.**



Fonte: Analisi dati interni

La scelta di considerare tali imprese dipende dal semplice fatto di non avere, in seguito alla costruzione del nostro modello statistico, (3° capitolo) dei risultati fuorvianti che possano sporcare le nostre analisi; per tali ragioni prenderemo in considerazione, per l'attuazione dei test di correlazione, soltanto le imprese che attuano una politica continua a Zero-Leverage da almeno 3-5 anni.

### 2.3.2 Classificazione per settore merceologico.

Una volta ripartito il campione in due macro-categorie (Leverage e Zero-Leverage) e aver analizzato il trend degli ultimi cinque anni, abbiamo riscontrato come, in diverse regioni d'Italia e in molti altri Paesi, il fenomeno dello Zero-Leverage si sia sviluppato rapidamente.

Oltre alla ripartizione per area geografica, il campione oggetto di studio è stato classificato in base al settore merceologico di riferimento<sup>66</sup> in cui ogni impresa si trova a operare. Per tale classificazione abbiamo preferito considerare le società secondo la ripartizione che viene effettuata dal codice ATECO 2007 che identifica ogni specifica attività economica, associando ad ognuna di essa un codice univoco alfanumerico.

**Tabella 11. Classificazione per settore merceologico (Trend).**

ATECO 2007	Descrizione	TOTALE	%	2015		2014		2013		2012		2011	
				L 2015	ZL 2015	L 2014	ZL 2014	L 2013	ZL 2013	L 2012	ZL 2012	L 2011	ZL 2011
01	COLTIVAZIONI AGRICOLE E PRODUZIONE DI PRODOTTI ANIMALI, CACCIA	143	0,5%	94	49	100	43	102	41	103	40	106	37
02	SILVICOLTURA ED UTILIZZO DI AREE FORESTALI	5	0,0%	2	3	1	4	1	4	3	2	3	2
03	PESCA E ACQUACOLTURA	5	0,0%	4	1	4	1	4	1	4	1	4	1
05	ESTRAZIONE DI CARBONE (ESCLUSA TORBA)	1	0,0%		1		1	1		1		1	
06	ESTRAZIONE DI PETROLIO GREGGIO E DI GAS NATURALE	19	0,1%	4	15	5	14	5	14	5	14	5	14
07	ESTRAZIONE DI MINERALI METALLIFERI	1	0,0%	1		1		1		1		1	
08	ALTRE ATTIVITÀ DI ESTRAZIONE DI MINERALI DA CAVE E MINIERE	89	0,3%	67	22	63	26	64	25	66	23	67	22
09	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI SUPPORTO ALL'ESTRAZIONE	6	0,0%	1	5	2	4	2	4	2	4	2	4
10	INDUSTRIE ALIMENTARI	886	3,2%	678	208	700	186	710	176	716	170	724	162
11	INDUSTRIA DELLE BEVANDE	182	0,7%	123	59	132	50	135	47	139	43	142	40
12	INDUSTRIA DEL TABACCO	2	0,0%	1	1	1	1	1	1	1	1	2	
13	INDUSTRIE TESSILI	492	1,8%	332	160	338	154	344	148	351	141	356	136
14	CONFEZIONE DI ARTICOLI DI ABBIGLIAMENTO; CONFEZIONE DI ARTICOLI DI	296	1,1%	203	93	207	89	212	84	218	78	221	75
15	FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN PELLE E SIMILI	266	1,0%	201	65	205	61	207	59	204	62	210	56
16	INDUSTRIA DEL LEGNO E DEI PRODOTTI IN LEGNO E SUGHERO (ESCLUSI I M	151	0,6%	127	24	128	23	129	22	128	23	126	25
17	FABBRICAZIONE DI CARTA E DI PRODOTTI DI CARTA	242	0,9%	163	79	166	76	171	71	174	68	181	61
18	STAMPA E RIPRODUZIONE DI SUPPORTI REGISTRATI	132	0,5%	92	40	92	40	96	36	90	42	86	46
19	FABBRICAZIONE DI COKE E PRODOTTI DERIVANTI DALLA RAFFINAZIONE D	59	0,2%	43	16	41	18	43	16	41	18	46	13
20	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI CHIMICI	536	2,0%	358	178	379	157	384	152	402	134	413	123

<sup>66</sup>Classificazione merceologica secondo i codici ATECO 2007.

21	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI FARMACEUTICI DI BASE E DI PREPARATI FA	171	0,6%	84	87	86	85	100	71	108	63	105	66
22	FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN GOMMA E MATERIE PLASTICHE	547	2,0%	408	139	414	133	418	129	423	124	429	118
23	FABBRICAZIONE DI ALTRI PRODOTTI DELLA LAVORAZIONE DI MINERALI N	507	1,9%	364	143	375	132	385	122	387	120	391	116
24	METALLURGIA	448	1,6%	338	110	335	113	343	105	348	100	346	102
25	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI IN METALLO (ESCLUSI MACCHINARI E ATTR	1.149	4,2%	794	355	776	373	797	352	822	327	820	329
26	FABBRICAZIONE DI COMPUTER E PRODOTTI DI ELETTRONICA E OTTICA; AP	348	1,3%	211	137	216	132	216	132	219	129	234	114
27	FABBRICAZIONE DI APPARECCHIATURE ELETTRICHE ED APPARECCHIATUR	437	1,6%	268	169	263	174	277	160	277	160	282	155
28	FABBRICAZIONE DI MACCHINARI ED APPARECCHIATURE INCA	1.455	5,3%	822	633	843	612	881	574	922	533	916	539
29	FABBRICAZIONE DI AUTOVEICOLI, RIMORCHI E SEMIRIMORCHI	228	0,8%	137	91	142	86	148	80	157	71	160	68
30	FABBRICAZIONE DI ALTRI MEZZI DI TRASPORTO	148	0,5%	96	52	101	47	97	51	98	50	99	49
31	FABBRICAZIONE DI MOBILI	269	1,0%	207	62	210	59	209	60	213	56	211	58
32	ALTRE INDUSTRIE MANIFATTURIERE	245	0,9%	171	74	171	74	180	65	177	68	179	66
33	RIPARAZIONE, MANUTENZIONE ED INSTALLAZIONE DI MACCHINE ED APP	128	0,5%	66	62	69	59	72	56	82	46	80	48
35	FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E ARIA CONDIZIONATA	493	1,8%	288	205	302	191	308	185	319	174	326	167
36	RACCOLTA, TRATTAMENTO E FORNITURA DI ACQUA	138	0,5%	85	53	88	50	96	42	100	38	101	37
37	GESTIONE DELLE RETI FOGNARIE	44	0,2%	31	13	30	14	34	10	33	11	29	15
38	ATTIVITÀ DI RACCOLTA, TRATTAMENTO E SMALTIMENTO DEI RIFIUTI; REC	289	1,1%	174	115	184	105	203	86	213	76	216	73
39	ATTIVITÀ DI RISANAMENTO E ALTRI SERVIZI DI GESTIONE DEI RIFIUTI	17	0,1%	10	7	13	4	9	8	12	5	12	5
41	COSTRUZIONE DI EDIFICI	1.195	4,4%	856	339	882	313	889	306	892	303	910	285
42	INGEGNERIA CIVILE	265	1,0%	173	92	180	85	185	80	185	80	183	82
43	LAVORI DI COSTRUZIONE SPECIALIZZATI	411	1,5%	260	151	271	140	284	127	289	122	294	117
45	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO E RIPARAZIONE DI AUTOVEI	701	2,6%	520	181	526	175	530	171	559	142	541	160
46	COMMERCIO ALL'INGROSSO (ESCLUSO QUELLO DI AUTOVEICOLI E DI MOT	2.913	10,7%	1.921	992	1.980	933	2.035	878	2.055	858	2.085	828
47	COMMERCIO AL DETTAGLIO (ESCLUSO QUELLO DI AUTOVEICOLI E DI MOT	654	2,4%	373	281	392	262	401	253	398	256	409	245
49	TRASPORTO TERRESTRE E TRASPORTO MEDIANTE CONDOTTE	403	1,5%	251	152	246	157	263	140	272	131	261	142
50	TRASPORTO MARITTIMO E PER VIE D'ACQUA	102	0,4%	70	32	78	24	77	25	74	28	76	26
51	TRASPORTO AEREO	24	0,1%	13	11	15	9	17	7	19	5	17	7
52	MAGAZZINAGGIO E ATTIVITÀ DI SUPPORTO AI TRASPORTI	610	2,2%	341	269	360	250	378	232	399	211	399	211
53	SERVIZI POSTALI E ATTIVITÀ DI CORRIERE	6	0,0%	2	4	2	4	2	4	2	4	3	3
55	ALLOGGIO	381	1,4%	289	92	293	88	296	85	297	84	295	86
56	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI RISTORAZIONE	86	0,3%	59	27	62	24	59	27	59	27	63	23
58	ATTIVITÀ EDITORIALI	146	0,5%	71	75	74	72	79	67	79	67	81	65
59	ATTIVITÀ DI PRODUZIONE CINEMATOGRAFICA, DI VIDEO E DI PROGRAMM	56	0,2%	34	22	33	23	32	24	35	21	34	22
60	ATTIVITÀ DI PROGRAMMAZIONE E TRASMISSIONE	64	0,2%	39	25	39	25	39	25	41	23	39	25
61	TELECOMUNICAZIONI	88	0,3%	41	47	45	43	38	50	42	46	49	39
62	PRODUZIONE DI SOFTWARE, CONSULENZA INFORMATICA E ATTIVITÀ CON	510	1,9%	260	250	270	240	280	230	301	209	312	198
63	ATTIVITÀ DEI SERVIZI D'INFORMAZIONE E ALTRI SERVIZI INFORMATICI	143	0,5%	63	80	67	76	62	81	69	74	73	70
64	ATTIVITÀ DI SERVIZI FINANZIARI (ESCLUSE LE ASSICURAZIONI E I FONDI PE	1.173	4,3%	456	717	534	639	565	608	614	559	672	501
65	ASSICURAZIONI, RIASSICURAZIONI E FONDI PENSIONE (ESCLUSE LE ASSICU	9	0,0%		9	1	8		9	2	7		9
66	ATTIVITÀ AUSILIARIE DEI SERVIZI FINANZIARI E DELLE ATTIVITÀ ASSICURA	212	0,8%	59	153	63	149	66	146	64	148	87	125
68	ATTIVITÀ IMMOBILIARI	2.792	10,2%	1.703	1.089	1.748	1.044	1.780	1.012	1.809	983	1.882	910
69	ATTIVITÀ LEGALI E CONTABILITÀ	111	0,4%	40	71	42	69	42	69	44	67	46	65
70	ATTIVITÀ DI DIREZIONE AZIENDALE E DI CONSULENZA GESTIONALE	1.540	5,6%	680	860	732	808	776	764	805	735	849	691

71	ATTIVITÀ DEGLI STUDI DI ARCHITETTURA E D'INGEGNERIA; COLLAUDI ED A	282	1,0%	130	152	128	154	146	136	155	127	147	135
72	RICERCA SCIENTIFICA E SVILUPPO	82	0,3%	34	48	35	47	35	47	42	40	46	36
73	PUBBLICITÀ E RICERCHE DI MERCATO	138	0,5%	60	78	71	67	62	76	68	70	72	66
74	ALTRE ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	151	0,6%	65	86	68	83	73	78	75	76	80	71
75	SERVIZI VETERINARI	-	0,0%										
77	ATTIVITÀ DI NOLEGGIO E LEASING OPERATIVO	112	0,4%	54	58	63	49	66	46	61	51	61	51
78	ATTIVITÀ DI RICERCA, SELEZIONE, FORNITURA DI PERSONALE	60	0,2%	43	17	43	17	44	16	46	14	44	16
79	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DELLE AGENZIE DI VIAGGIO, DEI TOUR OPERATOR E S	68	0,2%	30	38	31	37	31	37	30	38	29	39
80	SERVIZI DI VIGILANZA E INVESTIGAZIONE	39	0,1%	29	10	29	10	28	11	28	11	30	9
81	ATTIVITÀ DI SERVIZI PER EDIFICI E PAESAGGIO	82	0,3%	48	34	52	30	57	25	54	28	55	27
82	ATTIVITÀ DI SUPPORTO PER LE FUNZIONI D'UFFICIO E ALTRI SERVIZI DI SUP	367	1,3%	151	216	162	205	171	196	183	184	184	183
84	AMMINISTRAZIONE PUBBLICA E DIFESA; ASSICURAZIONE SOCIALE OBBLIG	6	0,0%	2	4	2	4	3	3	2	4	3	3
85	ISTRUZIONE	39	0,1%	15	24	15	24	18	21	18	21	18	21
86	ASSISTENZA SANITARIA	258	0,9%	158	100	170	88	169	89	181	77	183	75
87	SERVIZI DI ASSISTENZA SOCIALE RESIDENZIALE	38	0,1%	24	14	28	10	27	11	29	9	30	8
88	ASSISTENZA SOCIALE NON RESIDENZIALE	15	0,1%	8	7	9	6	9	6	8	7	9	6
90	ATTIVITÀ CREATIVE, ARTISTICHE E DI INTRATTENIMENTO	19	0,1%	10	9	12	7	10	9	11	8	13	6
91	ATTIVITÀ DI BIBLIOTECHE, ARCHIVI, MUSEI ED ALTRE ATTIVITÀ CULTURAL	7	0,0%	5	2	5	2	4	3	4	3	4	3
92	ATTIVITÀ RIGUARDANTI LE LOTTERIE, LE SCOMMESSE, LE CASE DA GIOCO	31	0,1%	7	24	9	22	12	19	16	15	20	11
93	ATTIVITÀ SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E DI DIVERTIMENTO	194	0,7%	135	59	134	60	136	58	131	63	140	54
94	ATTIVITÀ DI ORGANIZZAZIONI ASSOCIATIVE	3	0,0%	1	2	1	2	2	1	2	1	2	1
95	RIPARAZIONE DI COMPUTER E DI BENI PER USO PERSONALE E PER LA CASA	19	0,1%	8	11	10	9	9	10	9	10	9	10
96	ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI PER LA PERSONA	89	0,3%	61	28	61	28	66	23	68	21	64	25
99	ORGANIZZAZIONI ED ORGANISMI EXTRATERRITORIALI	2	0,0%	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>TOTALE CAMPIONE</b>		<b>27.270</b>	<b>100,0%</b>	<b>16.701</b>	<b>10.569</b>	<b>17.257</b>	<b>10.013</b>	<b>17.739</b>	<b>9.531</b>	<b>18.186</b>	<b>9.084</b>	<b>18.536</b>	<b>8.734</b>
		100,00%		61,24%	38,76%	63,28%	36,72%	65,05%	34,95%	66,69%	33,31%	67,97%	32,03%
		27.270		27.270		27.270		27.270		27.270		27.270	

Fonte dati: Analisi interna

I dati riguardanti la presente tabella mostrano come le imprese Zero-Leverage siano distribuite in modo disomogeneo nei vari settori merceologici.

Da una prima analisi, possiamo constatare che le società oggetto del nostro campione si focalizzano principalmente su certi settori merceologici piuttosto che altri. Tuttavia, questo dipende essenzialmente dal fatto che il campione è composto da società per azioni che, rispetto alle altre “vesti giuridiche” (ad esempio s.r.l.), sono preferibili per la costituzione di società di medio-grandi dimensioni in questi specifici settori merceologici. La maggior parte di queste società di medio-grandi dimensioni operano principalmente nei seguenti settori merceologici: 46-Commercio all’ingrosso (Escluso quello di autoveicoli e motocicli) con 2.913 S.p.a. (10,7%); 68-Attività immobiliari con 2.792 S.p.a. (10,2%); 70-Attività di direzione aziendale e consulenza strategica con 1.540 S.p.a. (5,6%); 28-Fabbricazione di

materiali ed apparecchiature con 1.455 S.p.a. (5,3%); 41-Costruzioni di edifici con 1.195 S.p.a. (4,4%); 25-Fabbricazione di prodotti in metallo (con esclusione macchinari e attrezzature) con 1.149 S.p.a. (4,2%); 10-Industrie alimentari con 886 S.p.a. (3,2%); 45-Commercio all'ingrosso e riparazione di autoveicoli con 701 S.p.a. (2,6%); 47-Commercio al dettaglio con 654 S.p.a.(2,4%); 52-Magazzinaggio e attività di supporto ai trasporti con 610 S.p.a. (2,2%); 22-Fabbricazione di articoli in gomma e materie plastiche con 547 S.p.a. (2,0%); 20-Fabbricazione di prodotti chimici con 536 S.p.a. (2,0%); 62-Produzione di software con 510 S.p.a. (1,9%); 23-Fabbricazione di altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi con 507 S.p.a. (1,9%); 13-Industrie tessili con 492 S.p.a. (1,8%); 24-Metallurgia con 448 S.p.a. (1,6%); 27-Fabbricazione di apparecchiature elettriche con 437 S.p.a. (1,6%); 43-Lavori di costruzione specializzati con 411 S.p.a. (1,5%) e così via.

Come possiamo comprendere facilmente dai dati riportati, il tessuto delle imprese italiane si è sviluppato e specializzato soprattutto in determinati settori tra i quali si ritrovano:

- **Le Industrie di base:** per industrie di base ci si riferisce a quelle che compiono una prima lavorazione delle materie prime producendo materiali che verranno poi utilizzati da altre industrie per la realizzazione dei prodotti finiti come ad esempio l'industria metallurgica che lavora i metalli in genere come rame, piombo, stagno e alluminio, l'industria siderurgica che lavora il ferro per produrre ghisa, acciaio, lamiere e tubi o l'industria chimica la quale abbraccia una grande varietà di produzioni: prodotti di base (acido solforico e acido cloridico), materie plastiche, fertilizzanti, pesticidi, vernici, prodotti farmaceutici e cosmesi. Fanno parte del settore chimico anche le raffinerie di petrolio che producono benzina e gasolio.

In Italia la materia prima viene per lo più importata dall'estero da parte di grandi imprese a costi, purtroppo, elevati<sup>67</sup>. Al di là delle imprese private, (come le acciaierie Falck) in passato le imprese pubbliche, cioè di proprietà dello Stato, (per esempio le acciaierie di Terni) erano, in maniera preponderante, presenti sul territorio italiano. Recentemente però, molte di queste sono state privatizzate.

- **La meccanica e l'elettronica:** l'industria meccanica è sempre stata il settore trainante dello sviluppo economico italiano. Essa ingloba molte produzioni, dalle navi al materiale ferroviario, dagli aerei alle macchine utensili.

Nel campo dell'industria elettronica, l'Italia è partita in ritardo rispetto ad altri Paesi europei ed extra-europei dovendo così affrontare la concorrenza dei prodotti

---

<sup>67</sup> Preferita per le imprese di grandi dimensioni la "Veste giuridica" di società per azioni.

giapponesi e statunitensi. Ancora oggi questo settore è dominato dalle filiali delle grandi imprese estere (IBM e Sony).

- **Le industrie tessili e alimentari:** il settore tessile in Italia ha origini e radici antiche risalenti al Medioevo e al Rinascimento. Milano, Bologna e Firenze erano centri importanti in questo campo. Anche agli inizi dello sviluppo industriale, la produzione tessile ebbe un grande rilievo. Ora, invece, ci si trova di fronte a una serie di difficoltà connesse alla concorrenza del mercato dell'Europa dell'Est e del Terzo Mondo che, seppur essendo paesi tendenzialmente poveri dal punto di vista economico, sociale e politico, vi è una grande disponibilità di materie prime e manodopera a basso costo. L'Italia importa la maggior parte delle fibre naturali necessarie alle industrie tessili: cotone, lana, seta e lino ecc. Le aziende operanti in questo settore sono concentrate principalmente in Lombardia, Veneto, Piemonte e Toscana. Essendo, l'Italia, patria della moda e abbigliamento di qualità, le industrie italiane interessate a tal settore occupano il gradino più alto della scala produttiva mondiale; ciò spiega il fatto che buona parte della produzione domestica viene esportata.

Oltre ad essere uno dei principali esportatori di abbigliamento di lusso e qualità, il Belpaese è conosciuto a livello mondiale anche per la *bonne cuisine* che la contraddistingue da altri paesi europei e non. Ciò giustifica il fatto che il settore dell'industria alimentare è parecchio forte a livello internazionale. Questo comprende soprattutto medie e piccole aziende con buona diffusione anche nelle regioni meridionali.

- **Commercio e immobiliare:** l'Italia, visto che fa parte della fascia dei paesi altamente urbanizzati, ha conosciuto, negli ultimi anni, lo sviluppo di particolari attività facenti parte del settore terziario come il commercio all'ingrosso e al dettaglio e immobiliare. Nel nostro paese il commercio è diviso in due grandi settori ovvero alimentare e non alimentare ed è costituito da aziende di piccole e grandi dimensioni che operano nella grande e piccola distribuzione. Il commercio è uno dei settori più importanti del sistema economico italiano, sia per numero di addetti, sia per la ricchezza economica. Si stima che più del 15% degli occupati in Italia lavori nel commercio, contribuendo circa al 13 % del prodotto interno lordo (PIL) italiano.<sup>68</sup>

Una volta definito il contesto italiano in base alle attività merceologiche più sviluppate sul territorio, affiniamo ancor più la nostra ricerca esaminando e prendendo adesso in

---

<sup>68</sup> <http://www.cittadeimestieri.it/settori-professionali/commercio.html>.

considerazione, in riferimento all'anno 2015 per ogni settore merceologico, le imprese Leverage e quelle Zero Leverage come riportato qui di seguito:

- Commercio all'ingrosso (escluso autoveicoli e motoveicoli) = imprese Leverage 1.921 S.p.a. (7,04%) e imprese Zero-Leverage 992 S.p.a. (3,64%).
- Fabbricazione di macchine e apparecchiature = imprese Leverage 822 S.p.a. (3,01%) e imprese Zero-Leverage 633 S.p.a. (2,32%).
- Costruzioni di edifici = imprese Leverage 856 S.p.a. (3,14%) e imprese Zero-Leverage 339 S.p.a. (1,24%).
- Fabbricazione di prodotti in metallo = imprese Leverage 794 S.p.a. (2,91%) e imprese Zero-Leverage 355 S.p.a. (1,30%).
- Industrie alimentari = imprese Leverage 678 S.p.a. (2,49%) e imprese Zero-Leverage 208 S.p.a. (0,76%).
- Commercio al dettaglio = imprese Leverage 373 S.p.a. (1,37%) e imprese Zero Leverage 281 S.p.a. (1,03%).
- Fabbricazione di articoli in gomma = imprese Leverage 408 S.p.a. (1,50%) e imprese Zero-Leverage 139 S.p.a. (0,51%).
- Fabbricazione di prodotti chimici = imprese Leverage 358 S.p.a. (1,31%) e imprese Zero-Leverage 178 S.p.a. (0,65%).
- Industrie tessili = imprese Leverage 332 S.p.a. (1,22%) e imprese Zero Leverage 160 S.p.a. (0,59%).

Le nove categorie merceologiche appena richiamate costituiscono il 71,03% con 19.449 società per azioni. Da un primo confronto, possiamo vedere che il numero d'impres Leverage per ogni singola categoria merceologica è maggiore rispetto al numero delle imprese Zero Leverage riferite alla stessa categoria merceologica.

In breve, è possibile affermare che la specificità dell'industria italiana riguarda principalmente la lavorazione e la realizzazione di manufatti, soprattutto in aziende medio-piccole di proprietà familiare. A queste se ne aggiungono delle altre, ovvero le industrie meccaniche (auto, moto, macchine utensili, elettrodomestici), della difesa (elicotteri, sistemi di difesa, armi leggere, blindati), chimiche (petrolio -Enichem, gomma-SNIA, farmaceutica), elettroniche, della moda, del tessile, del mobile, delle costruzioni navali, metallurgiche e agroalimentari le quali occupano un posto rilevante e caratterizzante per l'economia nazionale, così come le industrie delle costruzioni e delle lavorazioni a essa collegate (industria estrattiva, cementiera, impiantistica, ecc.).

Le maggiori produzioni industriali sul territorio italiano sono situate nelle seguenti regioni : Lombardia, Piemonte, Veneto ed Emilia-Romagna, mentre le multinazionali estere del settore chimico operanti in Italia sono: Procter & Gamble, Solvay, Bayer, Dow, Du Pont, Saipo, Basf, Henkel Sud, Exxon Chemical Mediterranea, BBR Holding.

Il Nord, e in particolare il Nord-Ovest, ha sin da sempre costituito il fulcro dell'industria italiana. I benefici chiave includono: la facilità degli scambi commerciali con il resto d'Europa, la produzione di energia idroelettrica grazie alla presenza delle Alpi e grazie ad un ampio terreno pianeggiante e così via. Per esempio una delle più grandi industrie italiane, la FIAT, si trova nell'area nord-ovest italiana, più precisamente a Torino, in Piemonte.

A partire dall'ultimo decennio del Novecento, sono sorte alcune attività industriali che hanno visto protagoniste prevalentemente imprese di media e piccola dimensione costituite in distretti industriali nel Nord-Est del Paese e lungo la dorsale adriatica (il modello marchigiano), al punto da costituire una delle principali caratteristiche che contraddistinguono l'economia italiana. L'industria italiana pesa, sul territorio, circa il 32% dell'economia domestica, ma se da questa si escludono le attività legate alle costruzioni, la percentuale scende circa al 28%. Attualmente l'industria italiana è fortemente orientata al settore motoristico (auto, moto, ricambi e accessori), cantieristico-navale (con imprese come Fincantieri (uno dei leader mondiali nella sua categoria), Isotta Fraschini Motori, C.R.D.A. e nel settore chimico e della gomma grazie soprattutto a Pirelli. Inoltre, anche il settore metallurgico è molto sviluppato grazie alla presenza di imprese quali Riva, Tenaris Dalmine, Acciaierie di Terni. Importante è anche l'industria petrolchimica, dominata prevalentemente dall'ENI e infine troviamo altri settori come quello farmaceutico (Menarini, Artsana, Angelini ACRAF), energetico (Enel, Terna, Sogrenia), della difesa (Leonardo-Finmeccanica in cui sono confluite società come AgustaWestland e OTO Melara, MBDA, Fabbrica d'Armi Pietro Beretta) e agroalimentare.

L'Italia è uno dei paesi leader nella produzione e nel design di automobili e ciclomotori con imprese automobilistiche dove si distingue per dimensioni il Gruppo Fiat, che include Alfa Romeo, Lancia, Fiat, Ferrari, Maserati e Iveco. Il gruppo Fiat controlla inoltre aziende come CNH Global, Zastava, Tofaş, Sevel e Abarth. Importante è anche la produzione di auto nel settore del lusso grazie Lamborghini (controllata da Volkswagen). L'industria italiana produce anche motociclette e scooter, grazie a imprese come la Piaggio, Aprila, Ducati, Italjet, Cagiva e Garelli che investono in tecnologia all'avanguardia per lo sviluppo del proprio business.

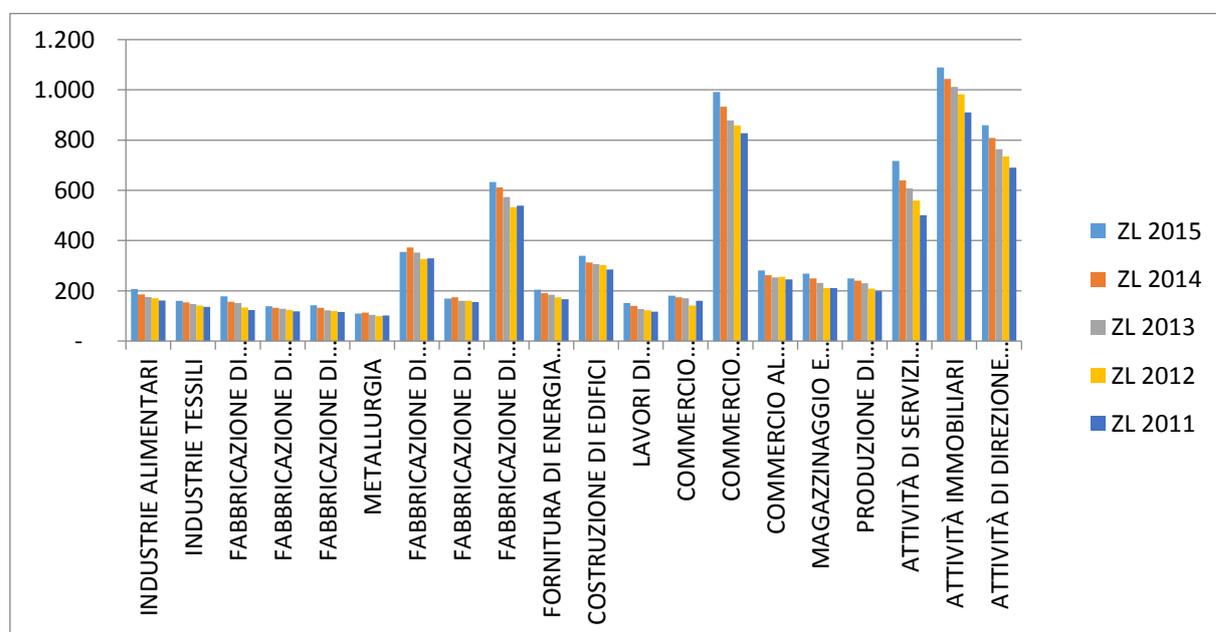
Non meno rilevante è il settore degli elettrodomestici, con grandi gruppi di livello internazionale i quali si differenziano per dimensioni come Candy ed Indesit Company, ed altre piccole e medie imprese del settore (Argoclima, Bompani, Glem Gas, Polti, Smeg). L'Italia è leader mondiale pure nella produzione di macchine utensili ed industriali, realizzata in gran parte da piccole e medie aziende.

L'industria elettronica è rappresentata da imprese come ST-Microelectronics (italo-francese, produce semiconduttori) e da alcune piccole aziende produttrici di computer (Olidata, Olivetti) e di elettronica di consumo (Hantarex, Mivar, Seleco, NGM, Brondi). Infine, ma non perché meno importante, il settore moda, accessori e gioielleria occupa un posto fondamentale per l'economia del Paese.

I marchi del lusso più famosi sono Gucci, Prada, D&G, Armani, Versace, Valentino per quanto riguarda l'abbigliamento, Ferragamo, Cesare Paciotti, Tod's per le calzature; Luxottica, Safilo per gli occhiali, e via dicendo.

Il grafico seguente evidenzia i dati relativi al trend economico italiano delle imprese Zero-Leverage suddivise in categorie merceologiche di appartenenza degli ultimi cinque anni (intervallo di tempo 2011-2015):

**Grafico 4. Trend imprese Zero Leverage (per attività Codice ATECO 2007).**

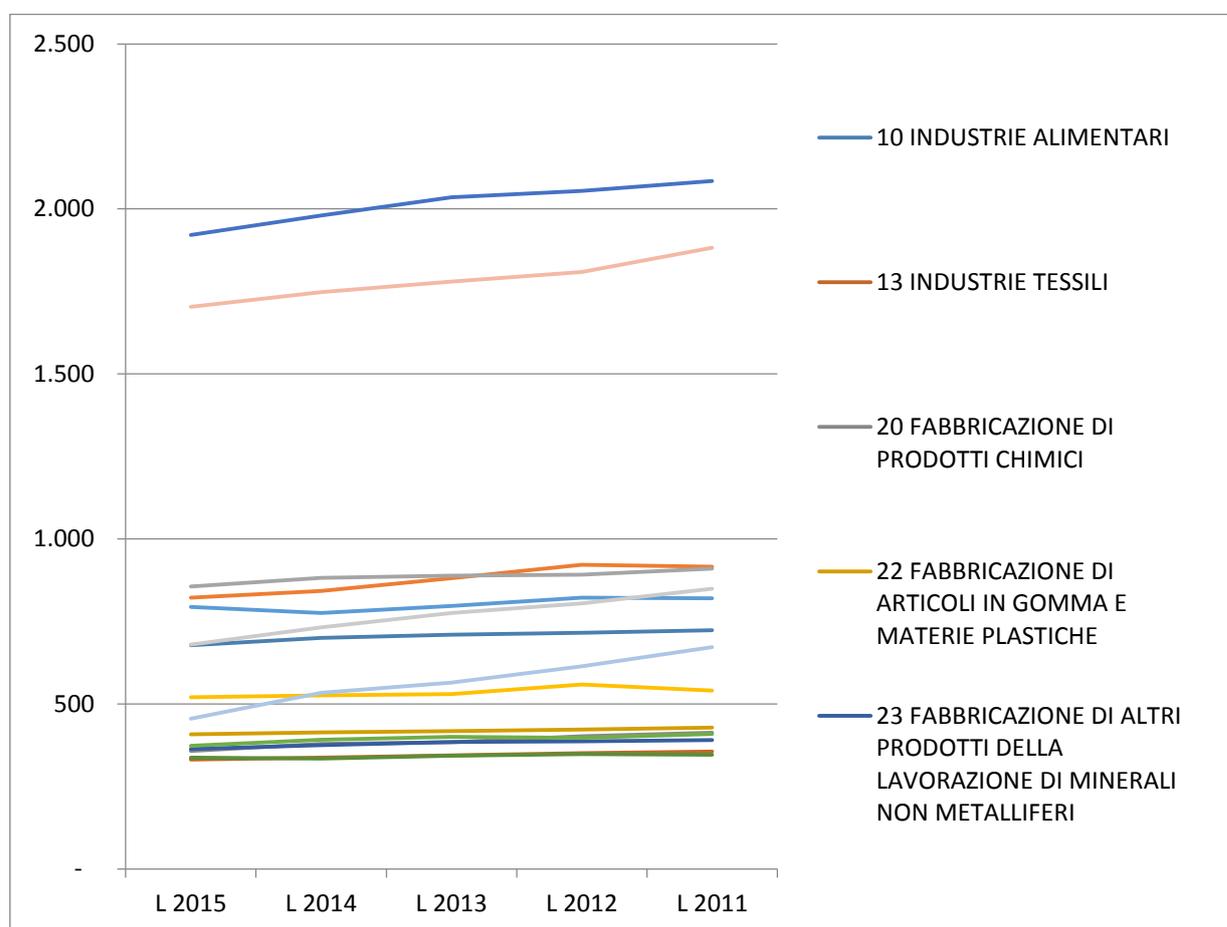


*Fonte: Analisi dati interni.*

Dai dati emersi, possiamo notare come il numero delle imprese Zero-Leverage sia aumentato in tutte le categorie merceologiche considerate, escludendo quelle categorie che hanno

registrato un trend negativo: codici 16-18-37-79-91 (outliers non significativi). Il numero delle imprese Zero-Leverage è passato da 8.374 S.p.a. del 2011 a 10.569 del 2015 con un incremento pari a 1.835 S.p.a. (+21%). Analizzando più nel dettaglio tali dati, possiamo vedere che le categorie merceologiche che hanno registrato un maggior incremento (tenendo in considerazione la variazione percentuale degli ultimi cinque anni) sono: attività di raccolta rifiuti con un incremento pari a 42 S.p.a. (+58%), servizi finanziari con un incremento pari a 216 S.p.a. (+43%), Fabbricazione di prodotti chimici con 55 S.p.a. (+45%), attività di raccolta e fornitura d'acqua con un incremento pari a 16 S.p.a. (43%), commercio all'ingrosso con un incremento pari a 164 S.p.a. (+20%) e infine fabbricazioni di materiali e attrezzature con 94 S.p.a. (+17%). Di contro, riportiamo qui di seguito i dati riferiti al trend delle imprese Leverage nell'ultimo quinquennio (2015-2011) ripartiti in base al settore merceologico:

**Grafico 5. Trend imprese Leverage (per attività Codice ATECO 2007).**



*Fonte : Analisi dati interni*

Come ci mostra il grafico, l'Italia presenta un trend negativo delle imprese che attuano una politica di Leverage e, come anticipato precedentemente, il fenomeno delle imprese Zero-Leverage non è un del tutto isolato ma riguarda, in linea di massima, tutti i settori

merceologici anche se si presenta con percentuali differenti tra i vari settori considerati. Infatti, la riduzione d'impreses Leverage, e di conseguenza l'aumento delle imprese Zero-Leverage, ha interessato soprattutto settori come il commercio all'ingrosso, l'industria tessile, l'industria alimentare, l'industria metallurgica e il settore immobiliare.

Diversamente da quanto riportato nella tabella precedente, adesso classifichiamo quelle società, ancora una volta per settore merceologico, che seguono e attuano in modo continuo una strategia o politica di Zero-Leverage su più anni, così come già fatto per la classificazione per area geografica.

**Tabella 12. Classificazione per area settore merceologico (Strategia su più anni)**

ATECO 2007	Descrizione	TOTALE	%	Strategia 2 anni		Strategia 3 anni		Strategia 4 anni		Strategia 5 anni	
				L 2014	ZL 2014	L 2013	ZL 2013	L 2012	ZL 2012	L 2011	ZL 2011
01	COLTIVAZIONI AGRICOLE E PRODUZIONE DI P	143	0,5%	102	41	107	36	115	28	118	25
02	SILVICOLTURA ED UTILIZZO DI AREE FORESTA	5	0,0%	2	3	2	3	3	2	3	2
03	PESCA E ACQUACOLTURA	5	0,0%	4	1	4	1	4	1	4	1
05	ESTRAZIONE DI CARBONE (ESCLUSA TORBA)	1	0,0%		1	1		1		1	
06	ESTRAZIONE DI PETROLIO GREGGIO E DI GAS	19	0,1%	6	13	7	12	8	11	8	11
07	ESTRAZIONE DI MINERALI METALLIFERI	1	0,0%	1		1		1		1	
08	ALTRE ATTIVITÀ DI ESTRAZIONE DI MINERALI	89	0,3%	71	18	73	16	73	16	73	16
09	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI SUPPORTO ALL'ESTR	6	0,0%	2	4	2	4	2	4	2	4
10	INDUSTRIE ALIMENTARI	886	3,2%	718	168	743	143	758	128	774	112
11	INDUSTRIA DELLE BEVANDE	182	0,7%	133	49	142	40	148	34	153	29
12	INDUSTRIA DEL TABACCO	2	0,0%	1	1	1	1	1	1	2	
13	INDUSTRIE TESSILI	492	1,8%	356	136	374	118	391	101	404	88
14	CONFEZIONE DI ARTICOLI DI ABBIGLIAMENTI	296	1,1%	218	78	229	67	237	59	244	52
15	FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN PELLE E SIMI	266	1,0%	216	50	222	44	229	37	236	30
16	INDUSTRIA DEL LEGNO E DEI PRODOTTI IN LE	151	0,6%	132	19	134	17	137	14	138	13
17	FABBRICAZIONE DI CARTA E DI PRODOTTI DI	242	0,9%	174	68	183	59	192	50	199	43
18	STAMPA E RIPRODUZIONE DI SUPPORTI REGI	132	0,5%	102	30	107	25	108	24	110	22
19	FABBRICAZIONE DI COKE E PRODOTTI DERIVA	59	0,2%	45	14	48	11	49	10	51	8
20	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI CHIMICI	536	2,0%	393	143	413	123	431	105	449	87
21	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI FARMACEUTIC	171	0,6%	96	75	110	61	120	51	124	47
22	FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN GOMMA E N	547	2,0%	432	115	448	99	461	86	469	78
23	FABBRICAZIONE DI ALTRI PRODOTTI DELLA L	507	1,9%	391	116	405	102	416	91	430	77
24	METALLURGIA	448	1,6%	352	96	362	86	375	73	384	64
25	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI IN METALLO (E	1.149	4,2%	838	311	864	285	897	252	929	220
26	FABBRICAZIONE DI COMPUTER E PRODOTTI D	348	1,3%	236	112	246	102	259	89	272	76
27	FABBRICAZIONE DI APPARECCHIATURE ELET	437	1,6%	282	155	301	136	313	124	322	115
28	FABBRICAZIONE DI MACCHINARI ED APPARE	1.455	5,3%	907	548	972	483	1.040	415	1.073	382
29	FABBRICAZIONE DI AUTOVEICOLI, RIMORCH	228	0,8%	146	82	158	70	168	60	178	50
30	FABBRICAZIONE DI ALTRI MEZZI DI TRASPOR	148	0,5%	111	37	116	32	120	28	121	27

31	FABBRICAZIONE DI MOBILI	269	1,0%	219	50	224	45	229	40	231	38
32	ALTRE INDUSTRIE MANIFATTURIERE	245	0,9%	177	68	189	56	196	49	201	44
33	RIPARAZIONE, MANUTENZIONE ED INSTALLAZIONE	128	0,5%	74	54	81	47	86	42	89	39
35	FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VA	493	1,8%	328	165	344	149	371	122	394	99
36	RACCOLTA, TRATTAMENTO E FORNITURA DI	138	0,5%	93	45	101	37	108	30	113	25
37	GESTIONE DELLE RETI FOGNARIE	44	0,2%	31	13	34	10	35	9	36	8
38	ATTIVITÀ DI RACCOLTA, TRATTAMENTO E SM	289	1,1%	195	94	214	75	228	61	238	51
39	ATTIVITÀ DI RISANAMENTO E ALTRI SERVIZI	17	0,1%	13	4	13	4	14	3	15	2
41	COSTRUZIONE DI EDIFICI	1.195	4,4%	932	263	977	218	1.001	194	1.033	162
42	INGEGNERIA CIVILE	265	1,0%	192	73	203	62	214	51	217	48
43	LAVORI DI COSTRUZIONE SPECIALIZZATI	411	1,5%	294	117	316	95	331	80	339	72
45	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO	701	2,6%	549	152	570	131	597	104	608	93
46	COMMERCIO ALL'INGROSSO (ESCLUSO QUEL	2.913	10,7%	2.078	835	2.199	714	2.282	631	2.353	560
47	COMMERCIO AL DETTAGLIO (ESCLUSO QUEL	654	2,4%	409	245	435	219	455	199	472	182
49	TRASPORTO TERRESTRE E TRASPORTO MEDIA	403	1,5%	271	132	285	118	302	101	309	94
50	TRASPORTO MARITTIMO E PER VIE D'ACQUA	102	0,4%	82	20	86	16	86	16	89	13
51	TRASPORTO AEREO	24	0,1%	16	8	19	5	20	4	20	4
52	MAGAZZINAGGIO E ATTIVITÀ DI SUPPORTO	610	2,2%	385	225	422	188	450	160	470	140
53	SERVIZI POSTALI E ATTIVITÀ DI CORRIERE	6	0,0%	2	4	2	4	2	4	3	3
55	ALLOGGIO	381	1,4%	301	80	312	69	322	59	326	55
56	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI RISTORAZIONE	86	0,3%	65	21	68	18	70	16	74	12
58	ATTIVITÀ EDITORIALI	146	0,5%	80	66	85	61	89	57	91	55
59	ATTIVITÀ DI PRODUZIONE CINEMATOGRAFIC	56	0,2%	39	17	40	16	43	13	44	12
60	ATTIVITÀ DI PROGRAMMAZIONE E TRASMISS	64	0,2%	43	21	46	18	49	15	51	13
61	TELECOMUNICAZIONI	88	0,3%	50	38	51	37	56	32	59	29
62	PRODUZIONE DI SOFTWARE, CONSULENZA IN	510	1,9%	298	212	322	188	353	157	369	141
63	ATTIVITÀ DEI SERVIZI D'INFORMAZIONE E AL	143	0,5%	75	68	84	59	90	53	97	46
64	ATTIVITÀ DI SERVIZI FINANZIARI (ESCLUSE LE	1.173	4,3%	594	579	672	501	748	425	823	350
65	ASSICURAZIONI, RIASSICURAZIONI E FONDI F	9	0,0%	1	8	1	8	2	7	2	7
66	ATTIVITÀ AUSILIARIE DEI SERVIZI FINANZIAR	212	0,8%	74	138	86	126	100	112	114	98
68	ATTIVITÀ IMMOBILIARI	2.792	10,2%	1.849	943	1.966	826	2.061	731	2.160	632
69	ATTIVITÀ LEGALI E CONTABILITÀ	111	0,4%	46	65	51	60	59	52	62	49
70	ATTIVITÀ DI DIREZIONE AZIENDALE E DI CONS	1.540	5,6%	809	731	900	640	970	570	1.038	502
71	ATTIVITÀ DEGLI STUDI DI ARCHITETTURA E D	282	1,0%	145	137	170	112	190	92	197	85
72	RICERCA SCIENTIFICA E SVILUPPO	82	0,3%	42	40	48	34	52	30	55	27
73	PUBBLICITÀ E RICERCHE DI MERCATO	138	0,5%	72	66	78	60	85	53	91	47
74	ALTRE ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFIC	151	0,6%	76	75	92	59	98	53	107	44
75	SERVIZI VETERINARI	-	0,0%								
77	ATTIVITÀ DI NOLEGGIO E LEASING OPERATIV	112	0,4%	66	46	73	39	75	37	78	34
78	ATTIVITÀ DI RICERCA, SELEZIONE, FORNITUR	60	0,2%	46	14	46	14	51	9	51	9
79	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DELLE AGENZIE DI VIAG	68	0,2%	34	34	37	31	37	31	38	30
80	SERVIZI DI VIGILANZA E INVESTIGAZIONE	39	0,1%	30	9	31	8	32	7	33	6

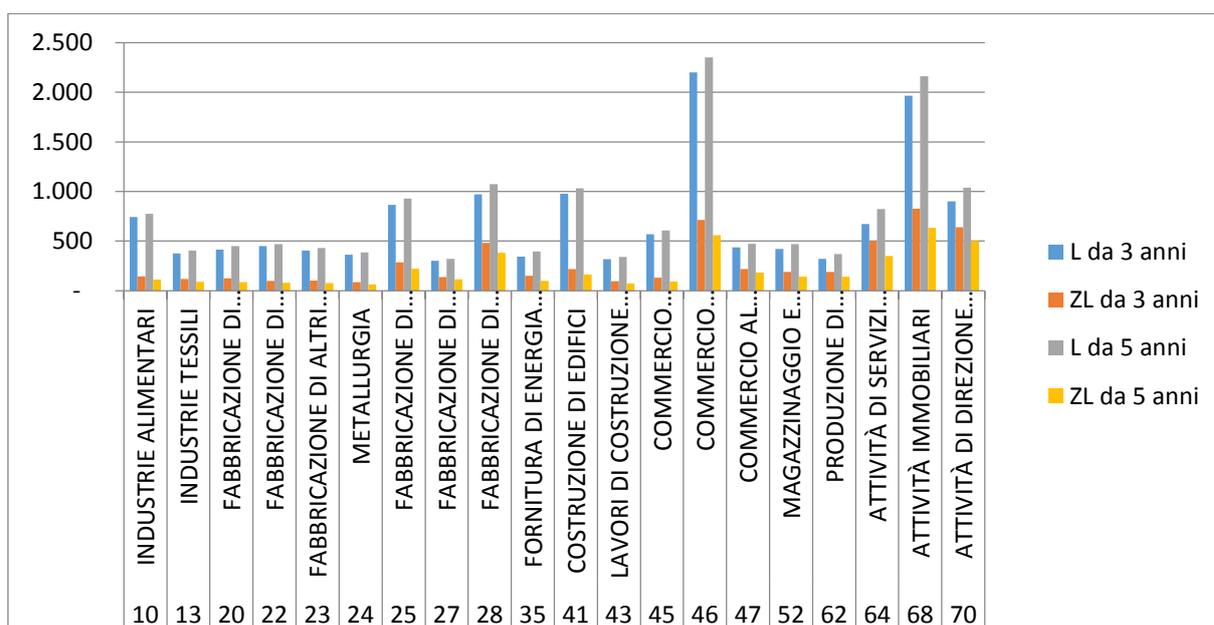
81	ATTIVITÀ DI SERVIZI PER EDIFICI E PAESAGGI	82	0,3%	55	27	64	18	64	18	66	16
82	ATTIVITÀ DI SUPPORTO PER LE FUNZIONI D'U	367	1,3%	178	189	199	168	219	148	232	135
84	AMMINISTRAZIONE PUBBLICA E DIFESA; ASS	6	0,0%	3	3	4	2	4	2	4	2
85	ISTRUZIONE	39	0,1%	17	22	21	18	24	15	25	14
86	ASSISTENZA SANITARIA	258	0,9%	183	75	194	64	203	55	206	52
87	SERVIZI DI ASSISTENZA SOCIALE RESIDENZIAI	38	0,1%	29	9	29	9	32	6	34	4
88	ASSISTENZA SOCIALE NON RESIDENZIALE	15	0,1%	9	6	9	6	9	6	10	5
90	ATTIVITÀ CREATIVE, ARTISTICHE E DI INTRAT	19	0,1%	12	7	12	7	12	7	14	5
91	ATTIVITÀ DI BIBLIOTECHE, ARCHIVI, MUSEI E	7	0,0%	5	2	5	2	5	2	5	2
92	ATTIVITÀ RIGUARDANTI LE LOTTERIE, LE SCO	31	0,1%	12	19	15	16	19	12	24	7
93	ATTIVITÀ SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E	194	0,7%	146	48	152	42	156	38	165	29
94	ATTIVITÀ DI ORGANIZZAZIONI ASSOCIATIVE	3	0,0%	1	2	2	1	2	1	2	1
95	RIPARAZIONE DI COMPUTER E DI BENI PER US	19	0,1%	10	9	10	9	10	9	10	9
96	ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI PER LA PERSONA	89	0,3%	63	26	69	20	73	16	75	14
99	ORGANIZZAZIONI ED ORGANISMI EXTRATERE	2	0,0%	1	1	1	1	1	1	1	1
	<b>TOTALE CAMPIONE</b>	<b>27.270</b>	<b>100,0%</b>	<b>18.366</b>	<b>8.904</b>	<b>19.534</b>	<b>7.736</b>	<b>20.529</b>	<b>6.741</b>	<b>21.335</b>	<b>5.935</b>
		100,00%		67,35%	32,65%	71,63%	28,37%	75,28%	24,72%	78,24%	21,76%

Fonte dati: Analisi interna

I dati emersi dalla tabella ci permettono di asserire come le imprese attuanti una strategia o politica di Zero-Leverage a tre anni e a cinque anni sono minori rispetto a quelle identificate nella tabella 10, questo perché nella tabella 11 abbiamo eliminato quelle società che attuano una politica di Zero-Leverage solo nel breve periodo e che quindi presentano tra un anno e l'altro un cambio del segno della posizione finanziaria netta. Possiamo notare che le imprese a Zero-Leverage (strategia a tre anni) sono concentrate principalmente in settori come il Commercio all'ingrosso con 714 S.p.a. (2,62%), Immobiliare con 826 S.p.a. (3,03%), Fabbricazione di macchinari e apparecchiature con 483 S.p.a. (1,77%), Fabbricazione di prodotti in metallo con 285 S.p.a. (1,05%), Costruzioni di edifici con 218 S.p.a. (0,80%) e industri alimentari con 143 S.p.a. (0,52%). In merito alle imprese che applicano invece una strategia a Zero-Leverage da almeno cinque anni si riscontrano le seguenti ripartizioni: Commercio all'ingrosso con 560 S.p.a. (2,05%), Immobiliare con 632 S.p.a. (2,32%), Fabbricazione di macchinari e apparecchiature con 382 S.p.a. (1,40%), Fabbricazione di prodotti in metallo con 220 S.p.a. (0,81%), Costruzioni di edifici con 162 S.p.a. (0,59%) e industri alimentari con 112 S.p.a. (0,41%).

Nel grafico seguente sono riportati i dati concernenti i principali settori merceologici delle imprese Leverage e Zero-Leverage classificando come imprese Zero-Leverage solo quelle che attuano una politica appunto di Zero-Leverage da tre e da cinque anni consecutivi.

**Grafico 6. Strategia imprese Leverage/Zero-Leverage (3- 5 anni) per codice ATECO 2007**



*Fonte: Analisi dati interni*

La scelta di considerare tali imprese dipende dal semplice fatto di non avere, in seguito alla costruzione del nostro modello statistico, (3° capitolo) dei risultati fuorvianti che possano sporcare le nostre analisi, per tali ragioni prenderemo in considerazione per l'attuazione dei test di correlazione soltanto le imprese che attuano una politica continuativa a Zero-Leverage da almeno 3-5 anni.

### 2.3.3 Classificazione per dimensione.

Accanto alla ripartizione per area geografica e per settore merceologico di appartenenza, è necessario, ai fini dell'analisi, suddividere ulteriormente il campione per dimensione<sup>69</sup> secondo la ripartizione effettuata dal decreto legislativo 123/98, che, su raccomandazione della Commissione europea 2003/361/Ce<sup>70</sup>, datata 6 maggio 2003, fornisce i criteri di ripartizione per la dimensione dell'impresa.

<sup>69</sup> Normativa ai nuovi valori dei parametri dimensionali il ministero delle Attività produttive – in linea con quanto disposto dal D.lgs. 123/98 – ha aggiornato la definizione di PMI, seppure con qualche variazione sul tema con il Decreto del 18 Aprile 2005 (Pubblicato in G.U. n° 238 del 12 ottobre 2005 fornendo, nel contempo chiarimenti ed esempi pratici.

<sup>70</sup> GUUE L 124 del 20.05.2003 pag. 36.

L'art. 2<sup>71</sup> del D.M. prevede, infatti:

1. *“La categoria delle microimprese, delle piccole imprese e delle medie imprese (complessivamente definita PMI) è costituita da imprese che:*
  - a) *hanno meno di 250 occupati, e*
  - b) *hanno un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 43 milioni di euro.*
  
2. *Nell’ambito della categoria delle PMI, si definisce piccola impresa l’impresa che:*
  - a) *ha meno di 50 occupati, e*
  - b) *ha un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 10 milioni di euro.*
  
3. *Nell’ambito della categoria delle PMI, si definisce micro-impresa, l’impresa che:*
  - a) *ha meno di 10 occupati, e*
  - b) *ha un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di euro.*
  
4. *I due requisiti di cui alle lettere a) e b) dei commi 1, 2 e 3 sono cumulativi, nel senso che tutti e due devono sussistere”.*

I parametri precedentemente descritti sono sintetizzati nella tabella seguente:

**Tabella 13. Parametri dimensionali**

<b>DIMENSIONE</b>	<b>n. dipendenti (unità)</b>	<b>Fatturato (migliaia)</b>	<b>Attivo (migliaia)</b>
<b>Grande impresa</b>	<b>&lt;10</b>	<b>&lt;2.000</b>	<b>&lt;2.000</b>
<b>Media impresa</b>	<b>&lt;50</b>	<b>&lt;10.000</b>	<b>&lt;10.000</b>
<b>Micro impresa</b>	<b>&lt;250</b>	<b>&lt;50.000</b>	<b>&lt;43.000</b>
<b>Piccola impresa</b>	<b>&gt;250</b>	<b>&gt;50.000</b>	<b>&gt;43.000</b>

Fonte: analisi dati interni

Una volta definiti i parametri dimensionali, quest’ultimi sono stati applicati al nostro campione. Questi ci permettono di determinare la percentuale d’imprese che applica una politica Zero-Leverage e comprendere inoltre in quale gruppo dimensionale di società (tra micro-piccole-medie e grandi) troviamo una maggiore concentrazione di queste imprese.

---

<sup>71</sup> D.lgs. 123/98

**Tabella 14. Classificazione per dimensione (Trend)**

DIMENSIONE	TOTALE	%	2015		2014		2013		2012		2011	
			L 2015	ZL 2015	L 2014	ZL 2014	L 2013	ZL 2013	L 2012	ZL 2012	L 2011	ZL 2011
Grande impresa	4.124	15%	2.747	1.377	2.792	1.332	2.856	1.268	2.941	1.183	2.953	1.171
Media impresa	8.890	33%	6.082	2.808	6.174	2.716	6.293	2.597	6.444	2.446	6.409	2.481
Micro impresa	7.702	28%	3.845	3.857	4.130	3.572	4.332	3.370	4.434	3.268	4.774	2.928
n.d.	205	1%	144	61	151	54	157	48	153	52	159	46
Piccola impresa	6.349	23%	3.883	2.466	4.010	2.339	4.101	2.248	4.214	2.135	4.241	2.108
<b>TOTALE CAMPIONE</b>	<b>27.270</b>	<b>100%</b>	<b>16.701</b>	<b>10.569</b>	<b>17.257</b>	<b>10.013</b>	<b>17.739</b>	<b>9.531</b>	<b>18.186</b>	<b>9.084</b>	<b>18.536</b>	<b>8.734</b>
	100,00%		61,24%	38,76%	63,28%	36,72%	65,05%	34,95%	66,69%	33,31%	67,97%	32,03%

Fonte dati: Analisi interna

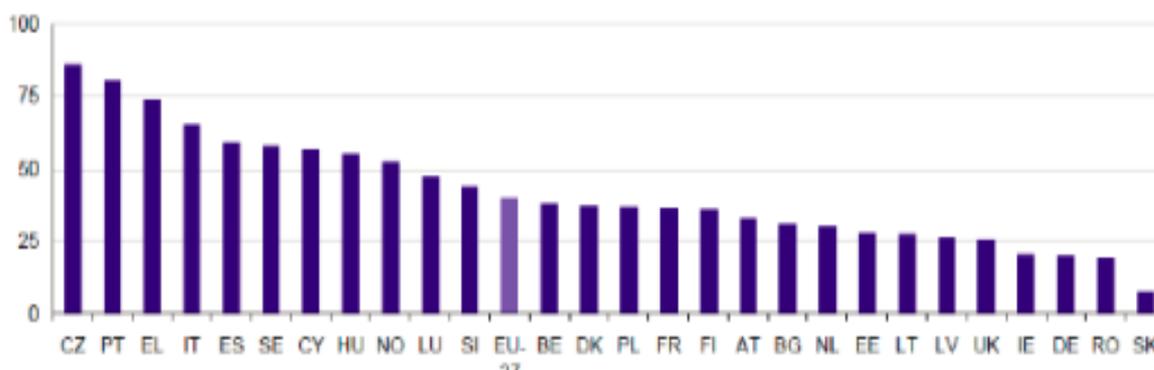
Come nei casi precedenti, anche a livello dimensionale, le imprese Zero-Leverage sono distribuite in modo disomogeneo. Da una prima analisi, possiamo vedere che le società oggetto del nostro campione si trovano prevalentemente concentrate nel gruppo delle medie imprese con 8.890 S.p.a. (33%), seguite dal gruppo delle micro imprese con 7.702 S.p.a. (28%) e dal gruppo delle piccole imprese con 6.349 S.p.a. (23%) e infine dal gruppo delle grandi imprese con 4.124 S.p.a. (15%). Il gruppo “n.d” riguarda quelle società che, pur facenti parte del campione, non forniscono dati disponibili affinché queste possano essere classificate in base alla dimensione. Non essendo significative in termini di numero (pesano solo 1%), queste non verranno dunque considerate nelle nostra analisi.

Nell’ultimo decennio, si sono moltiplicate le politiche comunitarie volte a favorire la competitività delle piccole e medie imprese (PMI), nella convinzione che queste costituissero e fossero la spina dorsale e il vero motore dell’economia europea. In effetti, le PMI rappresentano oggi il 99,8% delle imprese europee (di cui il 91,2 % sono micro-imprese); inoltre, il peso delle PMI appare determinante anche in termini di contributo alla crescita e all’occupazione: 75 milioni di europei lavorano nelle piccole e medie imprese, e il 55% della ricchezza dell’Unione Europea dipende da tali realtà imprenditoriali.

L’importanza delle PMI è rilevante soprattutto in alcuni Paesi europei, tra cui figura senza dubbio l’Italia. Secondo degli studi effettuati dal dipartimento delle politiche europee<sup>72</sup>, l’Italia, infatti, si posiziona al quarto posto al livello europeo in termini di presenza di PMI sul territorio nazionale. La figura 7 riporta il numero di PMI in rapporto per numero di abitanti per stato membro (dati EuroStat 2014), e mostra come l’Italia sia tra i Paesi in cui le PMI hanno una diffusione maggiore.

<sup>72</sup> [www.politichecomunitarie.it/file\\_download/1570](http://www.politichecomunitarie.it/file_download/1570)

**Grafico 7. Densità delle PMI, numero delle PMI per 1000 abitanti, esclusi i settori finanziari.**



*Fonte: Eurostat 2014*

La peculiarità italiana risulta palesemente evidente se confrontata con la situazione degli altri grandi Paesi Europei. Si pensi, che mentre in Italia l'81% della forza lavoro è impiegata in una PMI (la metà in una micro impresa), nel Regno Unito la percentuale scende sensibilmente al 46 %, mentre in Germania e Francia si parla addirittura del 39%. In altre parole, se il ruolo delle PMI è importante per l'Europa, in Italia esso costituisce un elemento ancor più decisivo.

Le PMI (micro-imprese, piccole imprese e medie imprese) rappresentano, quindi, il motore trainante della nostra economia nazionale. Abbracciando la definizione d'impresa proposta dall'Unione Europea, la quale sceglie di classificare le imprese in funzione dell'organico, del fatturato raggiunto e del bilancio totale annuale, un'impresa viene definita media quando il suo organico è inferiore a 250 addetti e quando realizza un fatturato non superiore a 50 milioni di euro o un totale di bilancio annuale non superiore a 43 milioni di euro<sup>73</sup>. La piccola impresa è invece considerata tale solo se presenta un organico inferiore a 50 soggetti e il fatturato o il totale del bilancio annuale non superiore a 10 milioni di euro. La micro impresa, quanto a essa, deve, infine, possedere un organico inferiore a 10 persone e un fatturato annuo o un totale di bilancio annuale non superiore a 2 milioni di euro. Tenuto conto di questi parametri di definizione delle PMI, è possibile affermare che l'attuale sistema produttivo italiano è costituito da un numero esiguo d'impresе di grandi dimensioni (solo il 15% nel nostro campione), da un numero limitato d'impresе di medie dimensioni e dall'assoluta preponderanza di micro impresе operanti sia nell'industria, sia nel settore terziario presso i quali è occupata la grande maggioranza degli addetti.

<sup>73</sup> Definizione contenuta nella Raccomandazione 2003/361/CE.

I ricorrenti confronti internazionali, mostrano che, in Italia, le micro imprese sono, non solo più numerose rispetto a quelle presenti negli altri Paesi europei, ma anche, nella generalità dei casi, di dimensioni ancor più ridotte. Le ragioni di tale situazione possono essere ricondotte, in particolare, a fattori di carattere politico, economico e geografico.

Circa un secolo fa, infatti, l'Italia, essendo frammentata in un insieme di piccoli Stati, non permetteva il facile trasferimento di merci tra i diversi territori. Per lo più questo era continuamente soggetto a innumerevoli dazi e restrizioni. Tutto ciò ha favorito il diffondersi di un tessuto d'impresе di piccole dimensioni rivolte a mercati prevalentemente locali. In seguito all'unificazione, la scarsa redditività dell'agricoltura non ha consentito l'accumulazione di risorse sufficienti a sostenere gli investimenti necessari allo sviluppo della grande industria. Tuttavia, nel secondo dopoguerra la struttura produttiva italiana ha assunto una connotazione industriale la quale ha determinato la rapida creazione di presupposti fondamentali affinché le maggiori imprese delegassero alle imprese minori la manifattura di componenti e di semilavorati. Si è assistito pertanto a una sorta di de-integrazione verticale<sup>74</sup>, a seguito della quale le grandi aziende hanno perseguito una politica di decentramento di alcune produzioni verso strutture esterne.

Tutto ciò è stato favorito dalla prevalenza d'industrie nelle quali predomina il processo produttivo di tipo intermittente e da quelle che risentono in maggior misura della componente stagionale e della moda: abbigliamento, arredamento e parte della meccanica.

La diffusione delle piccole imprese deriva dunque dalla loro capacità di assumere un ruolo predominante in particolari segmenti di mercato e un ruolo di ammortizzatori degli oneri delle grandi imprese determinate ad alleggerire la propria struttura dei costi. È riconosciuto, infatti, che le imprese minori si caratterizzano per una notevole flessibilità consentendogli di avere una maggiore capacità di adattamento ai mutamenti, sia tecnici sia comportamentali, rispetto alle altre.

Una diversa corrente di opinione ritiene, invece, che le micro imprese rappresentino la naturale evoluzione della figura storica del mercante-imprenditore e della sua capacità di individuazione, valorizzazione e trasferimento, su scala industriale, di un tradizionale *savoir-faire*<sup>75</sup>.

Negli anni Settanta e Ottanta, in seguito alle crisi petrolifere e alle tensioni internazionali di carattere politico e monetario, sono state soprattutto le imprese familiari a saper rispondere prontamente alle variazioni della domanda di fronte all'emergere della concorrenza asiatica.

---

<sup>74</sup> Cfr. G. CORBETTA, *Le medie imprese*, Egea, Milano 2000.

<sup>75</sup> Cfr. A. COLLI, *I voti di Proteo: storia della piccola impresa in Italia nel Novecento*, Bollati Boringhieri, Torino, 2002.

Se l'Italia, da una parte, ha dimostrato di “non possedere la forza necessaria nell’inserirsi in mercati a forte impegno finanziario e a tecnologia particolarmente elevata”, dall’altra parte, ha dato prova di possedere “la capacità di farlo con successo in settori come quelli dei beni per la persona e per la casa e dei beni strumentali”.<sup>76</sup>

In conclusione, è’ possibile, dunque, affermare che l’attuale realtà italiana si contraddistingue per i seguenti aspetti chiave:

- Un sistema produttivo frammentato, con numero elevato d’imprese di dimensione media-inferiore a quelle degli altri Paesi dell’Unione Europea;
- Un peso ancora prevalente dei settori tradizionali all’interno del tessuto imprenditoriale;
- Un modello di controllo e gestione di tipo familiare e una struttura finanziaria contrassegnata dalla coesistenza del patrimonio dell’impresa e della famiglia, spesso ponendosi come vincolo alle condotte di sviluppo dell’impresa stessa;
- Una prevalenza di imprese di micro, piccole e medie dimensioni nelle quali si osservano la contemporanea presenza di un imprenditore (spesso fondatore) e l’assenza spesso di un’adeguata struttura manageriale;
- la dipendenza dai mercati esteri, sia come fonte di approvvigionamento, sia come mercati di sbocco per la produzione nazionale.<sup>77</sup>

Ritornando alla nostra analisi possiamo vedere che, in riferimento all’anno 2015, per quanto concerne la natura dimensionale delle imprese, si hanno le seguenti ripartizioni tra imprese Leverage e Zero Leverage:

- Gruppo Medie imprese = imprese Leverage 6.082 S.p.a. (22,30%) e imprese Zero-Leverage 2.808 S.p.a. (10,30%).
- Gruppo Micro imprese = imprese Leverage 3.845 S.p.a. (14,10%) e imprese Zero-Leverage 3.857 S.p.a. (14,14%).
- Gruppo Piccole imprese = imprese Leverage 3.883 S.p.a. (14,24%) e imprese Zero-Leverage 2,466 S.p.a. (9,04%).
- Gruppo Grandi imprese = imprese Leverage 2.747 S.p.a. (10,07%) e imprese Zero-Leverage 1.377 S.p.a. (5,05%).

---

<sup>76</sup> Cfr. G. BECATTINI, M. BELLANDI, *Forti pigmei e deboli Vatussi. Considerazioni sull’industria italiana*, in *Economia italiana*, n.3, 2002.

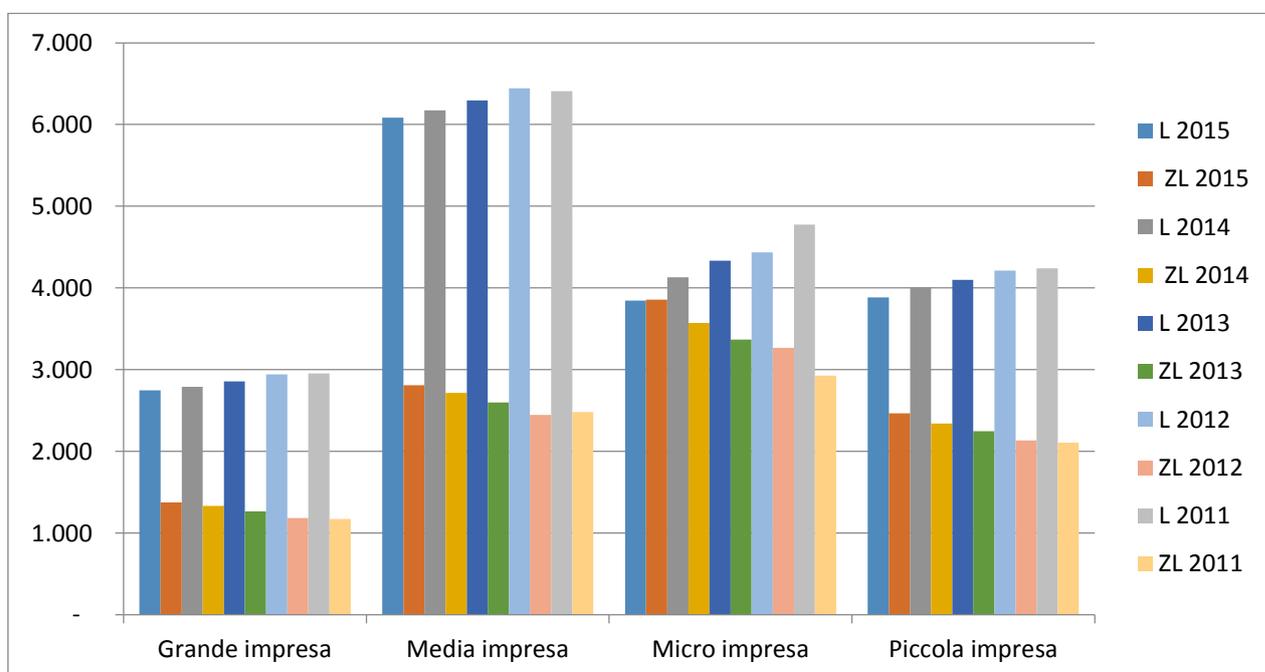
<sup>77</sup> Cfr. R. FIOCCA, *Prefazione* in E. CEDROLA, *Il marketing internazionale per le piccole e medie imprese*, McGraw-Hill, Milano, 2005.

In breve, l'Italia è costituita da un tessuto imprenditoriale che si sviluppa in modo capillare e disomogeneo su tutto il territorio nazionale basandosi prevalentemente sulla presenza delle PMI le quali rappresentano circa 84% del nostro campione.

Su tutti i gruppi dimensionali possiamo vedere che il numero d'impresе Leverage supera in termini percentuali il numero delle impresе Zero Leverage. Tale risultato è collegato e relativo all'orientamento del "Sistema Paese" (precedentemente richiamato nel primo capitolo), per cui l'Italia tende a privilegiare come fonte di finanziamento l'utilizzo degli intermediari finanziari piuttosto che il mercato azionario e obbligazionario.

Il grafico qui di seguito evidenzia il trend sulla situazione dimensionale delle impresе Zero-Leverage degli ultimi cinque anni.

**Grafico 8. Trend impresе Zero-Leverage (per attività dimensionale).**



*Fonte dati: Analisi interna*

Il grafico precedente riporta il trend delle impresе Zero-Leverage degli ultimi 5 anni (intervallo 2015-211) ripartite per gruppo dimensionale.

Possiamo notare come il numero delle impresе a Zero-Leverage sia aumentato in tutti i gruppo dimensionali e che non è di fatto un fenomeno collegato soltanto a determinati gruppi dimensionali. Ovviamente bisogna anche specificare che in alcune gruppi dimensionali il trend è più marcato rispetto ad altri.

Il numero delle imprese Zero-Leverage è passato da 8.374 S.p.a. del 2011 a 10.569 del 2015 con un incremento pari a 1.835 S.p.a. (+21%). Se entriamo più nello specifico, possiamo vedere che i gruppi che hanno registrato un maggior incremento (tenendo in considerazione della variazione percentuale degli ultimi 5 anni) sono: “Micro imprese” con un incremento pari a 929 S.p.a. (+32%), “Grandi imprese” con un incremento pari a 206 S.p.a. (+18%), “Piccole imprese” con 358 S.p.a. (+17%), e infine “Medie imprese” con 327 S.p.a. (+13%).

Diversamente da quanto riportato nella tabella precedente, adesso classifichiamo quelle società, ancora una volta per gruppo dimensionale, che seguono e attuano in modo continuo una strategia o politica di Zero-Leverage su più anni, così come già fatto per la classificazione per area geografica e per settore merceologico di appartenenza.

**Tabella 15. Classificazione per dimensione (Strategia su più anni)**

DIMENSIONE	TOTALE	%	Strategia 2 anni		Strategia 3 anni		Strategia 4 anni		Strategia 5 anni	
			L 2014	ZL 2014	L 2013	ZL 2013	L 2012	ZL 2012	L 2011	ZL 2011
Grande impresa	4.124	15%	2.961	1.163	3.128	996	3.287	837	3.367	757
Media impresa	8.890	33%	6.501	2.389	6.771	2.119	7.042	1.848	7.211	1.679
Micro impresa	7.702	28%	4.484	3.218	4.924	2.778	5.277	2.425	5.639	2.063
n.d.	205	1%	158	47	167	38	173	32	182	23
Piccola impresa	6.349	23%	4.262	2.087	4.544	1.805	4.750	1.599	4.936	1.413
<b>TOTALE CAMPIONE</b>	<b>27.270</b>	<b>100%</b>	<b>18.366</b>	<b>8.904</b>	<b>19.534</b>	<b>7.736</b>	<b>20.529</b>	<b>6.741</b>	<b>21.335</b>	<b>5.935</b>
	<b>100,00%</b>		<b>67,35%</b>	<b>32,65%</b>	<b>71,63%</b>	<b>28,37%</b>	<b>75,28%</b>	<b>24,72%</b>	<b>78,24%</b>	<b>21,76%</b>

*Fonte dati: Analisi interna*

Possiamo notare dai dati riportati nella tabella precedente che le imprese che attuano una strategia di impresa Zero-Leverage a 3 anni e a 5 anni sono minori rispetto a quelle identificate nella tabella 12 questo perché nella tabella 13 abbiamo eliminato quelle società che attuano una politica di Zero-Leverage solo nel breve periodo e che quindi presentavano tra un anno e l'altro un cambio del segno della posizione finanziaria netta.

In questo modo riusciamo a raffinare l'analisi sulle imprese Zero-Leverage depurando il campione (imprese Zero-leverage) per poter identificare soltanto quelle imprese che attuano una politica a Zero-Leverage per fini strategici.

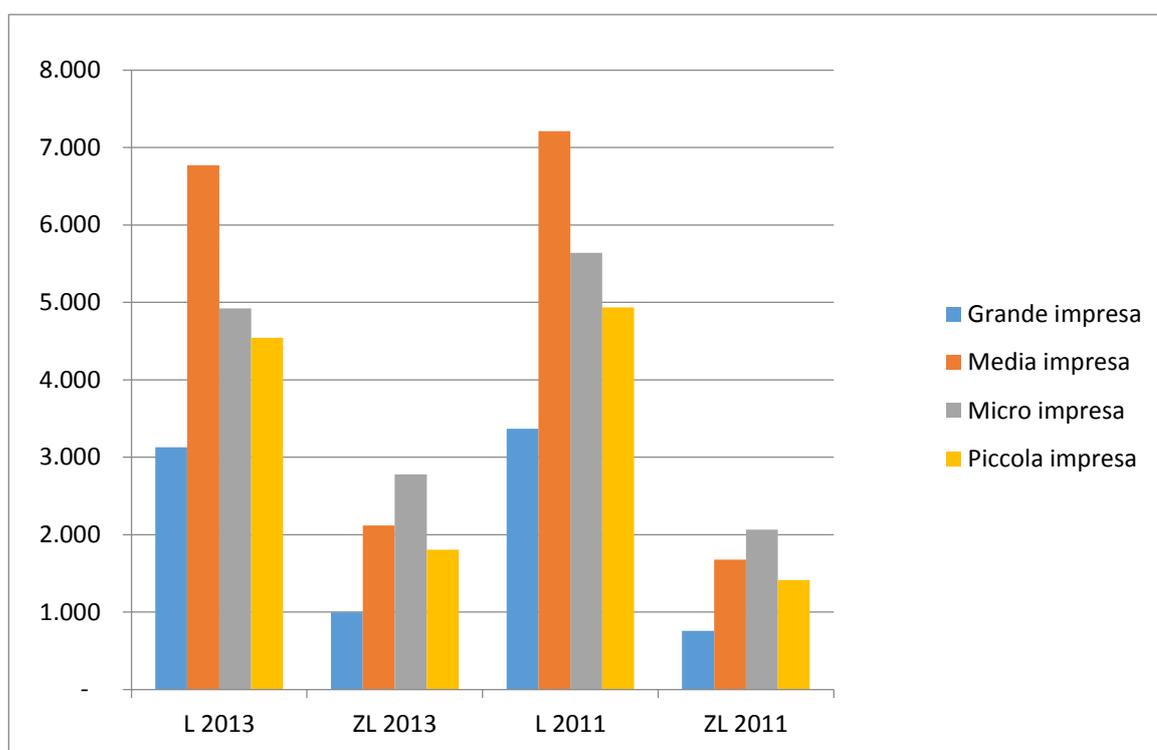
Possiamo vedere che le imprese a Zero-Leverage (strategia a 3 anni) sono concentrate principalmente nel gruppo di “Micro Imprese” con 2.778 S.p.a. (10,19%), nel gruppo di

“Medie Imprese” con 2.119 S.p.a. (7,77%), nel gruppo di “Piccole Imprese” con 1.805 S.p.a. (6,62%), e infine nel gruppo “Grandi Imprese” con 996 S.p.a. (3,65%).

In merito alle imprese che applicano invece una strategia a Zero-Leverage da almeno 5 anni si riscontrano le seguenti ripartizioni al livello dimensionale: “Micro Imprese” con 2.063 S.p.a. (7,57%), “Medie Imprese” con 1.679 S.p.a. (6,16%), “Piccole Imprese” con 1.413 S.p.a. (5,18%), “Grandi Imprese” con 757 S.p.a. (2,78%).

Nel grafico di seguito vengono riportate le ripartizioni tra imprese Leverage e Zero-Leverage classificando come imprese Zero-Leverage solo quelle imprese che attuano una politica di Zero-Leverage in modo continuo per 3 anni consecutivi e per 5 anni consecutivi.

**Grafico 9. Strategia imprese Leverage/Zero-Leverage (3- 5 anni) per dimensione.**



*Fonte dati: Analisi interna*

La scelta di considerare tali imprese dipende dal semplice fatto di non avere, in seguito alla costruzione del nostro modello statistico, (3° capitolo) dei risultati fuorvianti che possano sporcare le nostre analisi, per tali ragioni prenderemo in considerazione per l’attuazione dei test di correlazione soltanto le imprese che attuano una politica continuativa a Zero-Leverage da almeno 3-5 anni.

## 2.4 Analisi esplorativa mediante box plot.

Dopo aver analizzato le variabili qualitative, in questo paragrafo ci dedicheremo ad analizzare le variabili quantitative attraverso l'utilizzo di box plot<sup>78</sup> mediante il quale possiamo esprimere una rappresentazione sintetica delle distribuzioni sulle variabili prese in considerazione.

In altre parole il box plot o diagramma a scatola e baffi, è un grafico, relativo a caratteri quantitativi - ottenuto a partire dai 5 numeri di sintesi [minimo, 1° quartile (Q1), mediana, 3° quartile (Q3), massimo] - che descrive in modo chiaro le caratteristiche salienti della distribuzione.

Si ottiene riportando su un asse verticale (oppure orizzontale) i 5 numeri di sintesi. La scatola del box plot ha come estremi inferiore e superiore rispettivamente Q1 e Q3 (quartili). La mediana divide la scatola in due parti. I baffi si ottengono allineando Q1 al minimo e Q3 al massimo<sup>79</sup>.

Confrontando tra loro le lunghezze dei due baffi (che rappresentano le distanze tra Q1 e il minimo e tra Q3 e il massimo) e le altezze dei due rettangoli che costituiscono la scatola (che rappresentano le distanze tra Q1 e mediana e tra mediana e Q3) si ottengono ad esempio informazioni sulla simmetria della distribuzione: questa è tanto più simmetrica quanto le lunghezze dei baffi risultano simili tra di esse e le altezze dei due rettangoli risultano simili tra di esse.

I baffi mettono infine in evidenza la presenza di eventuali outliers (osservazioni eccezionali).

I box plot verranno costruiti prendendo come variabile dipendente  $y$  (distribuzione delle imprese nel 2015 tra Leverage con  $y=1$  e imprese Zero-Leverage con  $y=0$ ) mentre variabile indipendente  $x$  che assumerà di volta in volta diversi valori.(ad esempio ricavi, ebitda, ebit ecc).

Ripartiremo i box plot in tre macro-gruppi:

- Variabili in valore assoluto
- Variabili in margini
- Variabili in indici

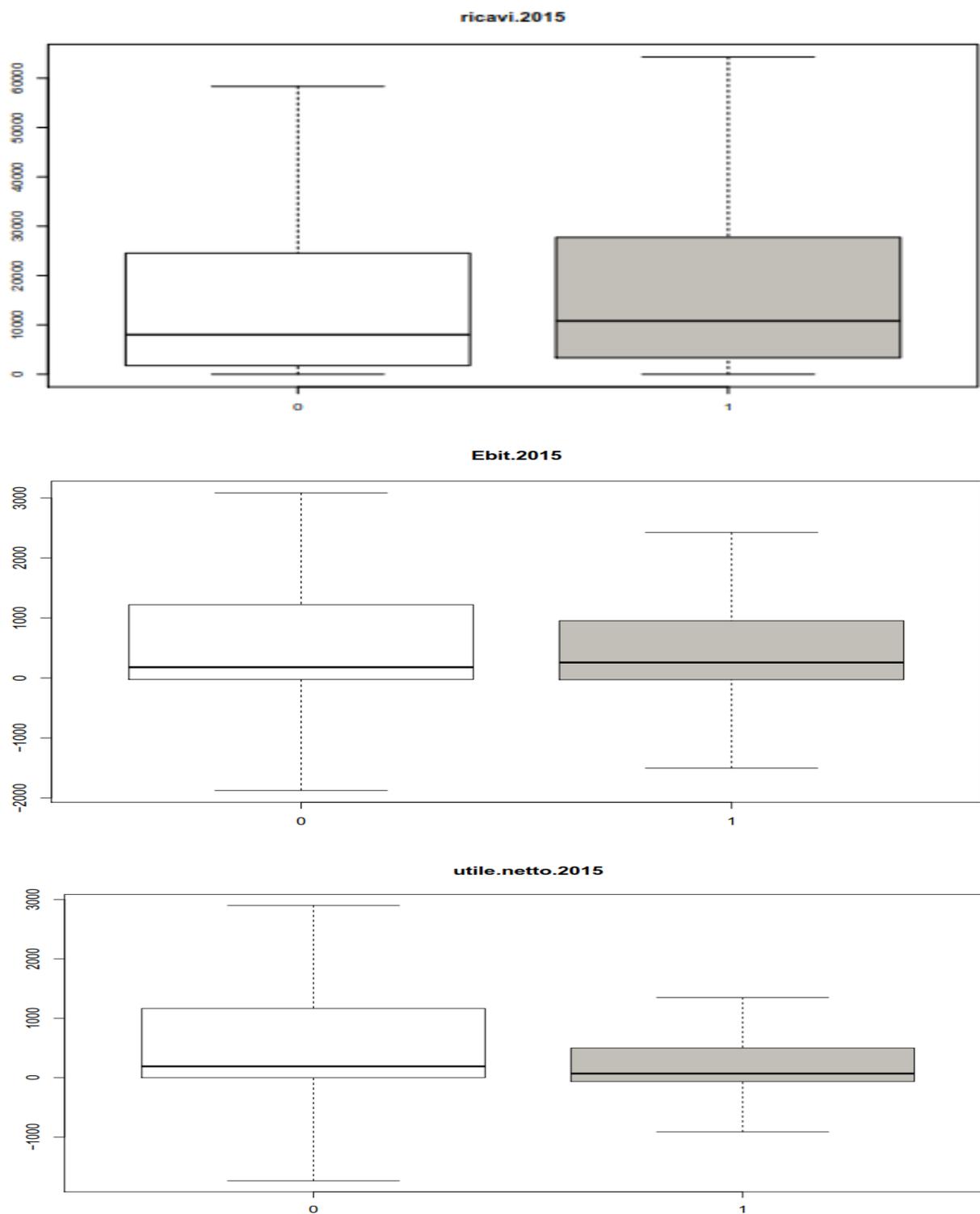
---

<sup>78</sup> Per rappresentare una distribuzione in modo sintetico, il box plot è un'ottima possibilità: con poche informazioni, si riesce a comprendere la sua forma, simmetrica o asimmetrica che sia.

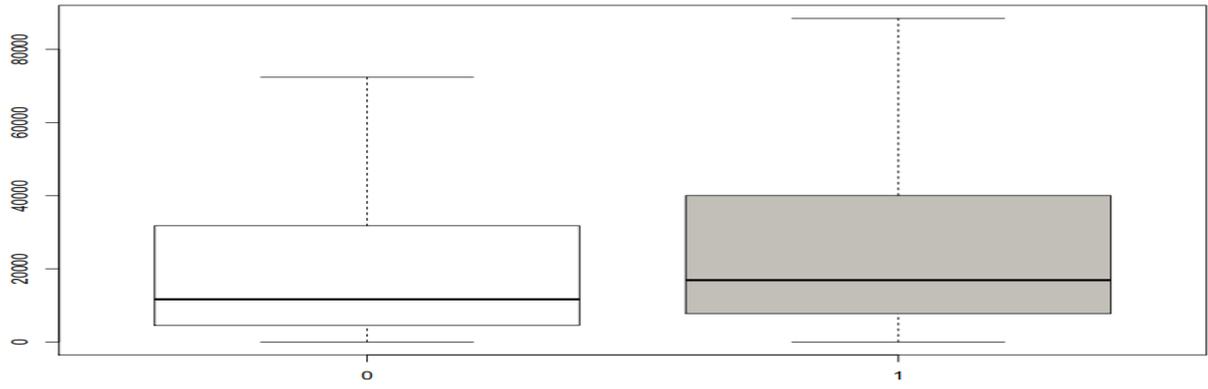
<sup>79</sup> In alcuni grafici (ad esempio, quello ottenuto con SPSS) il baffo ha lunghezza pari a 1.5 volte l'altezza della scatola, data dalla distanza tra Q3 e Q1 – detto anche range interquartile; ovviamente è inferiore se il massimo valore osservato dista da Q3 meno di 1.5 volte il range interquartile.

Il primo gruppo tiene in considerazione delle variabili riportate in valore assoluto riferiti al 2015 e tra cui ritroviamo rispettivamente i ricavi, ebitda, ebit, utile netto, totale attività, totale capitale circolante netto, patrimonio netto, dipendenti, flussi di cassa di gestione. Riportiamo di seguito i box plot costruiti in merito al primo gruppo:

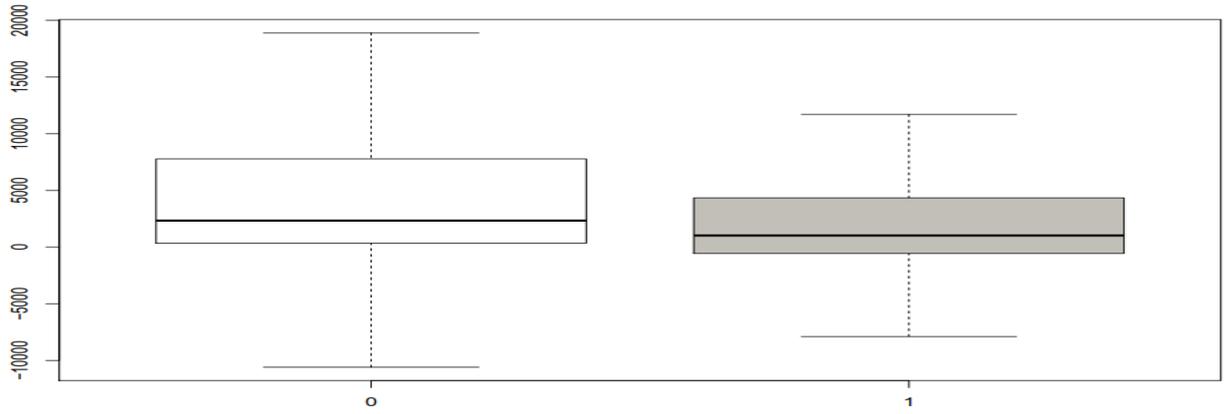
**Grafico 10 : Box plot primo gruppo.**



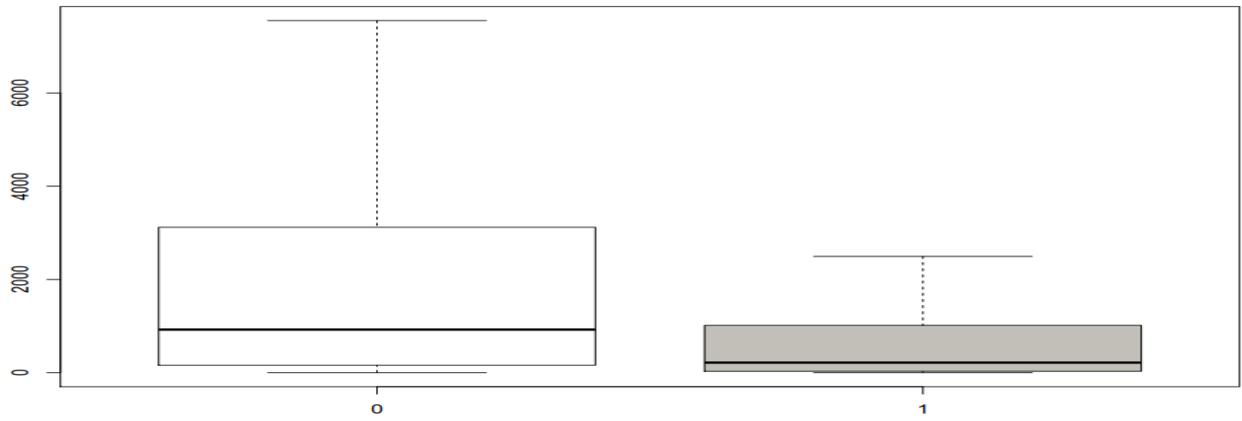
**Totale attività 2015**



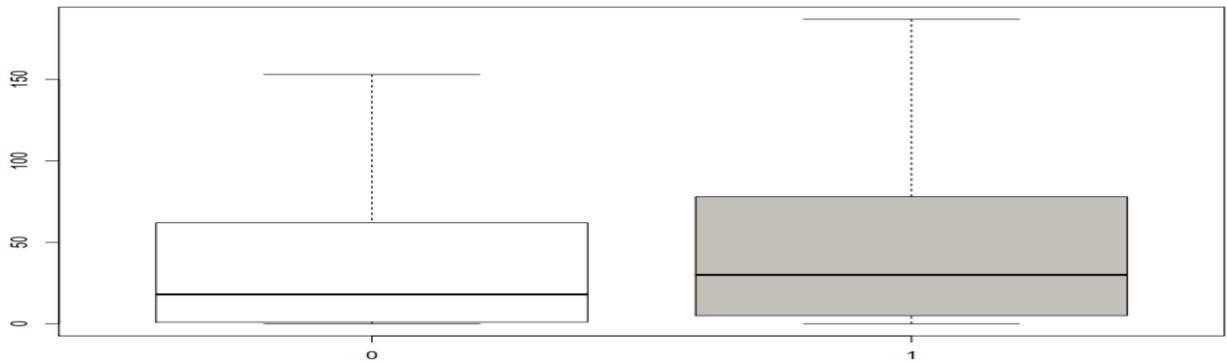
**capitale.circolante.netto.2015**

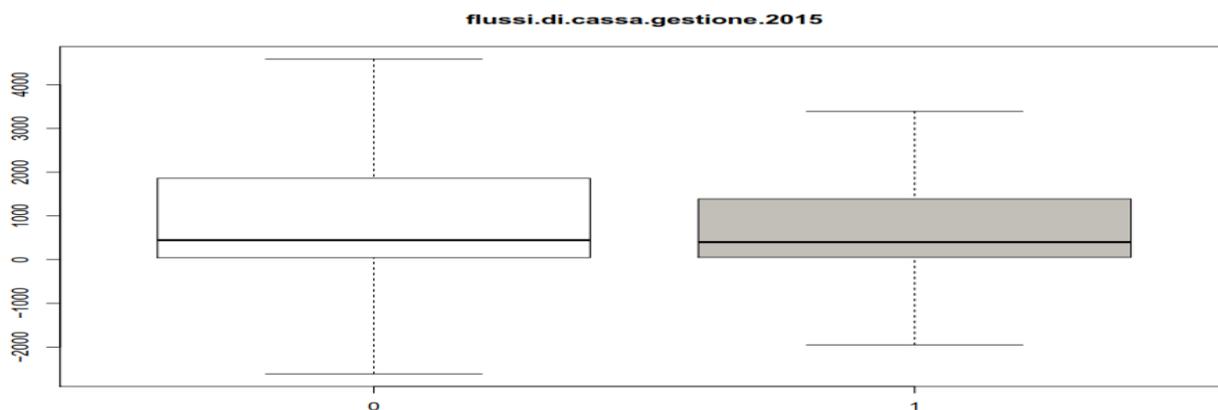


**patrimonio.netto.2015**



**dipendenti.2015**





*Fonte: Analisi interna (output R)*

I box plot riportati precedentemente tengono in considerazione per ogni grafico, delle distribuzioni riferite alle imprese Zero-Leverage (box bianco e dummy 0) e imprese Leverage (box grigio e dummy 1) per ogni variabile  $x$  considerata. I bordi dei box plot corrispondono rispettivamente partendo dal basso verso l'alto, al primo e al terzo quartile. Per tali grafici possiamo sintetizzare i seguenti risultati:

- Il box plot in figura “Ricavi 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana (linea nera in grassetto) assume un valore più alto nella distribuzione di Leverage 1, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è molto simile infatti le due scatole hanno pressappoco la stessa dimensione. Si rileva inoltre un'asimmetria della distribuzione che si concentra sui valori bassi (che tendono a zero). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi, maggiormente elevati nella distribuzione Leverage piuttosto che nella distribuzione Zero-Leverage.
- Il box plot in figura “Ebitda<sup>80</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore leggermente più alto nella distribuzione di Leverage 1, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è molto simile infatti le due scatole hanno pressappoco la stessa dimensione. Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi).

---

<sup>80</sup> Ebitda o più semplicemente margine operativo lordo (MOL) è un indicatore di redditività che evidenzia il reddito di un'azienda basato solo sulla sua gestione operativa, quindi senza considerare gli interessi (gestione finanziaria), le imposte (gestione fiscale), il deprezzamento di beni e gli ammortamenti.

Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, pressoché identici tra le due distribuzioni.

- Il box plot in figura “Ebit<sup>81</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore leggermente più alto nella distribuzione di Leverage 1, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, più elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.
- Il box plot in figura “Utile netto 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Zero-Leverage 0, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.
- Il box plot in figura “Attività 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Leverage 1, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Leverage piuttosto che le imprese Zero-Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 1 più grande rispetto alla scatola 0). Si rileva inoltre un'asimmetria della distribuzione che si concentra sui valori bassi (che

---

<sup>81</sup> *Ebit viene spesso associato al margine operativo netto (o MON), ma non coincide concettualmente con esso: oltre alle componenti di reddito operative l'EBIT ricomprende infatti gli oneri e i proventi derivanti da gestioni accessorie (ad es. la gestione di immobili a uso civile per un'azienda manifatturiera), nonché i proventi finanziari derivanti dalla cosiddetta gestione finanziaria attiva.*

tendono a zero). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi, maggiormente elevati nella distribuzione Leverage piuttosto che nella distribuzione Zero-Leverage.

- Il box plot in figura “Capitale circolante netto<sup>82</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore leggermente più alto nella distribuzione di Zero-Leverage 0, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.
- Il box plot in figura “Patrimonio netto 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Zero Leverage 0, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.
- Il box plot in figura “Dipendenti 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Leverage 1, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Leverage piuttosto che le imprese Zero-Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 1 più grande rispetto alla scatola 0). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi, maggiormente elevati nella distribuzione Leverage piuttosto che nella distribuzione Zero-Leverage.

---

<sup>82</sup> *Il Capitale Circolante Netto è un margine costituito dalla differenza tra le Attività Correnti meno le Passività Correnti, in altri termini da (Rimanenze + Liquidità Immediata + Crediti a Breve Termine) meno (Debiti Finanziari + Debiti a Breve Termine)*

- Il box plot in figura “Flussi di cassa della gestione corrente<sup>83</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore pressoché identico tra le due distribuzioni, la significatività dell’eventuale differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.

Da un primo confronto tra le due distribuzioni individuate nel primo gruppo di variabili analizzate, possiamo comprendere come le imprese Zero-Leverage presentano (in mediana) una redditività in termini di utile netto ed Ebit maggiormente elevati se paragonati alle imprese Leverage anche se di contro quest’ultime presentano una mediana più elevata in termini di fatturato.

Un altro aspetto da considerare riguarda l’ampiezza delle scatole che misura la variabilità delle distribuzioni considerate, tutto ciò per affermare che per le imprese Zero Leverage pur presentando una redditività in mediana maggiore rispetto alle imprese, registrano anche una maggiore variabilità nella distribuzione e quindi di conseguenza una minor concentrazione; infatti in termini di utile ed ebit, la distribuzione Zero-Leverage presenta delle scatole più ampie con la presenza di maggior outliers (code/baffi più lontane dalla mediana).

Tutto ciò fa presupporre che pur essendo in mediana più redditizie le imprese Zero-Leverage, nel nostro campione ci sono anche imprese Zero-Leverage che presentano redditività negative (outliers).

Se consideriamo le distribuzioni riferite al patrimonio netto, possiamo comprendere come le imprese Zero-Leverage presentano in mediana un Patrimonio netto maggiormente elevato se paragonato alle imprese Zero-Leverage, questo risultato è abbastanza scontato visto che imprese Zero-Leverage visto che non utilizzano le fonti di finanziamento esterne, sfrutteranno maggiormente le iniezioni di capitale tramite equity. Infine in termini finanziari(flussi di cassa

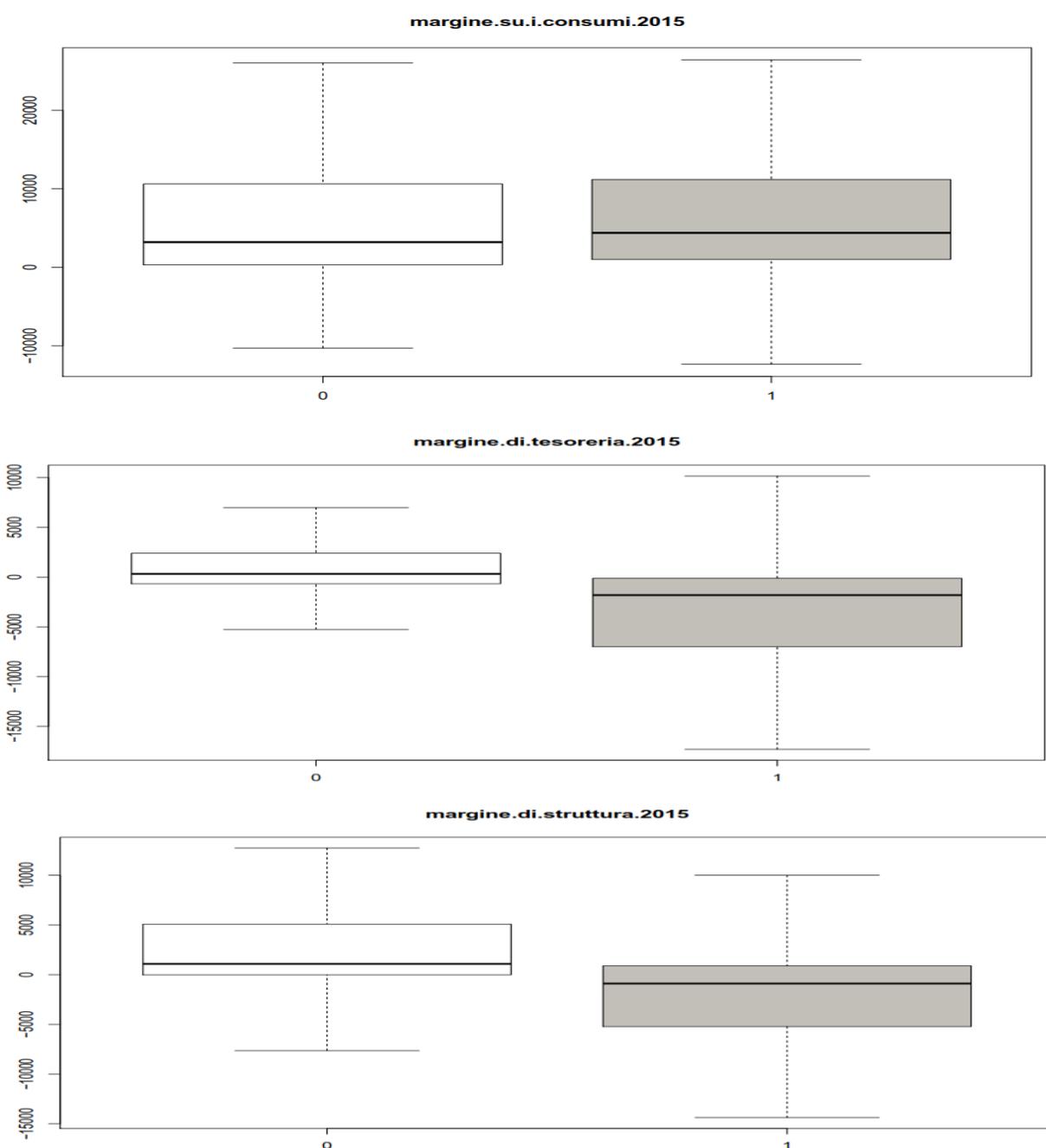
---

<sup>83</sup> *Il flusso di cassa della gestione corrente è il flusso di cassa operativo (o Unlevered Free Cash Flow), che è originato dalla gestione caratteristica di una azienda. Free cash Flow = Utile Operativo (EBIT) - Tasse su Utile Operativo + Ammortamenti+ Accantonamenti + Voci non monetarie di accantonamento+ Cash Flow o Flusso primario (dopo le tasse) ± Variazione del capitale circolante ± Investimenti/Disinvestimenti.*

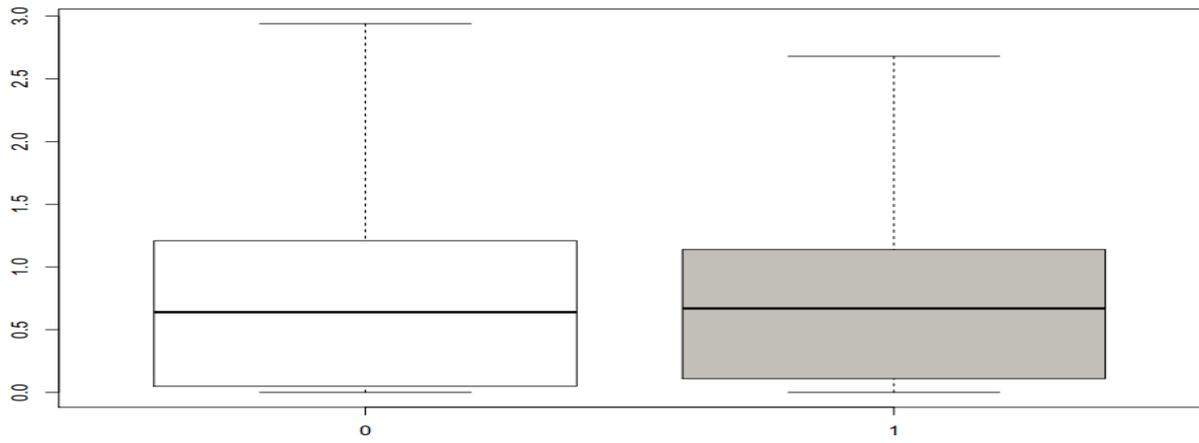
della gestione corrente) le imprese Zero-Leverage registrano una distribuzione meno concentrata rispetto a quella delle imprese Leverage e presenza di outliers.

Il secondo gruppo di variabili quantitative tiene in considerazione delle variabili riferite al 2015 che riguardano i margini e rotazioni tra cui ritroviamo rispettivamente il margine su i consumi, margine di tesoreria, margine di struttura, rotazione capitale investito, rotazione capitale circolante lordo giacenza media delle scorte e durata media dei debiti e dei crediti al lordo dell'Iva. Riportiamo di seguito i box plot costruiti in merito al secondo gruppo:

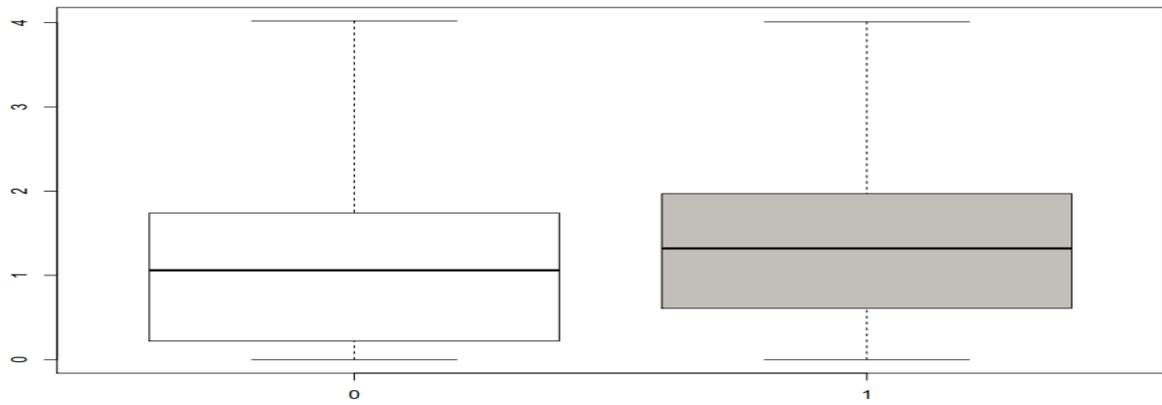
**Grafico 11. Box plot secondo gruppo.**



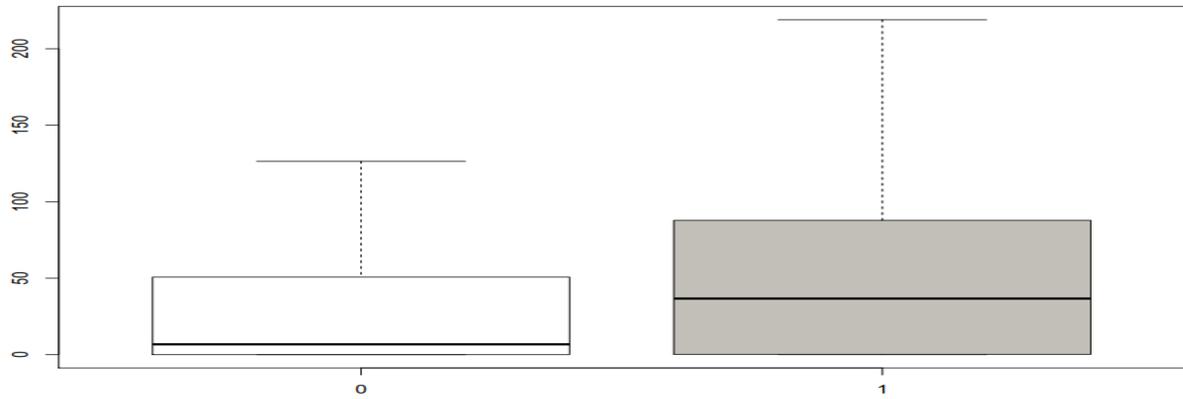
**rotazione.capitale.investito.2015**



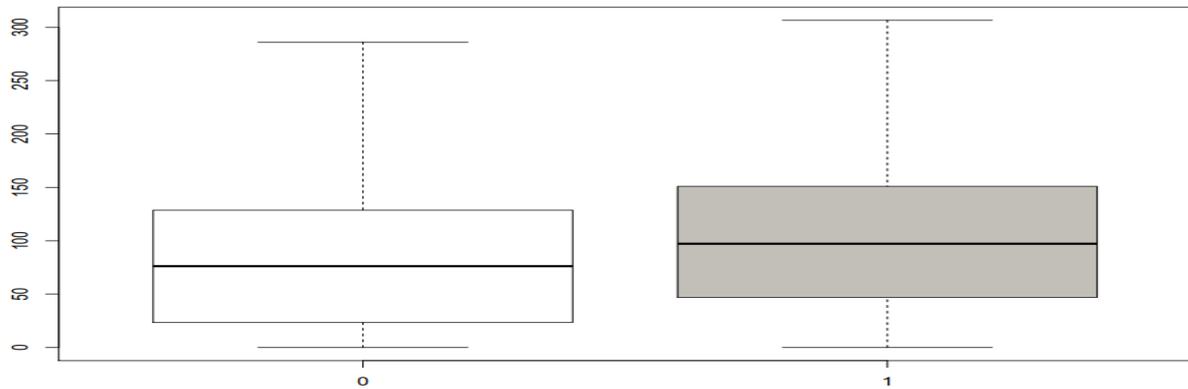
**rotazione.capitale.circolante.lordo.2015**

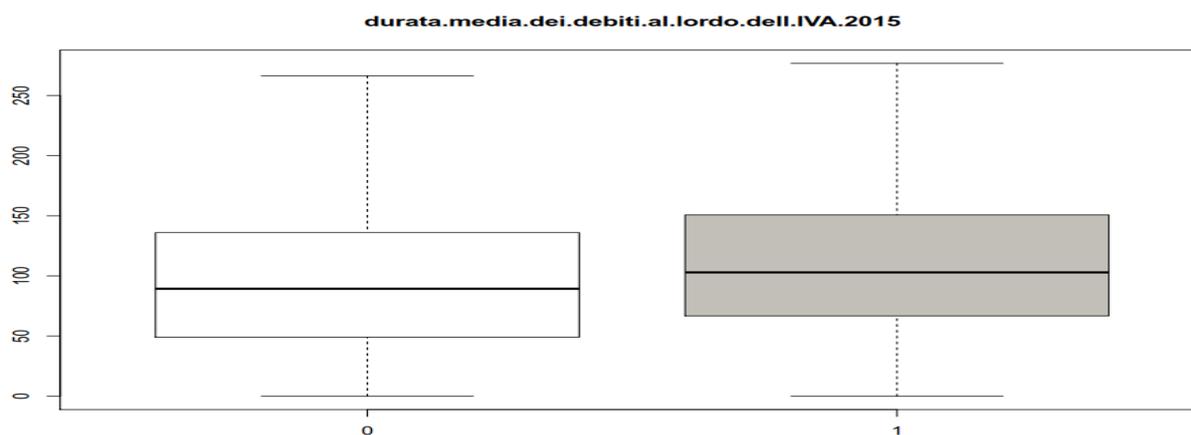


**giacenza.media.delle.scorte.2015**



**durata.medi.adei.crediti.al.lordo.dell.IVA.2015**





*Fonte: Analisi interna (output R)*

I box plot riportati precedentemente tengono in considerazione per ogni grafico, delle distribuzioni riferite alle imprese Zero-Leverage (box bianco e dummy 0) e imprese Leverage (box grigio e dummy 1) per ogni variabile x considerata.

I bordi dei box plot corrispondono partendo dal basso al primo e al terzo quartile. Per tali grafici possiamo sintetizzare i seguenti risultati:

- Il box plot in figura “Margine su i consumi<sup>84</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore pressoché identico nelle due distribuzioni considerate, la significatività di questa eventuale differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è pressoché identica per entrambi le distribuzioni considerate. Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Leverage piuttosto che nella distribuzione Zero-Leverage.
- Il box plot in figura “Margine di tesoreria<sup>85</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Zero-Leverage 0, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due

<sup>84</sup> *Margine su i consumi = Ricavi delle vendite e delle prestazioni + Variazione rimanenze prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e prodotti finiti + Variazioni lavori in corso su ordinazione + Incrementi immobilizzazioni per lavori interni - Variazioni rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo - Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci*

<sup>85</sup> *Margine di Tesoreria= Crediti Verso Clienti entro 12 mesi + Crediti Verso Altri entro 12 mesi + Disponibilità Liquide - Debiti entro 12 mesi*

scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 1 più grande rispetto alla scatola 0). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Leverage piuttosto che nella distribuzione Zero-Leverage.

- Il box plot in figura “Margine di struttura<sup>86</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Zero-Leverage 0, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Leverage piuttosto che le imprese Zero-Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 1 più grande rispetto alla scatola 0). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Leverage piuttosto che nella distribuzione Zero-Leverage.
- Il box plot in figura “Rotazione capitale investito<sup>87</sup> 2015” rappresenta la distribuzione dei per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana è pressoché identica tra le due distribuzioni, la significatività di questa eventuale differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è molto simile infatti le due scatole hanno pressappoco la stessa dimensione. Si rileva inoltre un'asimmetria della distribuzione che si concentra sui valori bassi (che tendono a zero). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.
- Il box plot in figura “Rotazione capitale circolante<sup>88</sup> 2015” rappresenta la distribuzione dei per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Leverage 1, la significatività di questa differenza

---

<sup>86</sup> *Margine di struttura = Patrimonio Netto - Totale Immobilizzazioni (copertura delle immobilizzazioni).*

<sup>87</sup> *Rotazione capitale investito = Ricavi/Totale attivo. L'indicatore esprime il ricavo medio per ogni unità di investimento. Il valore assunto dall'indicatore è correlato a valori elevati di capitale circolante, quindi in teoria per imprese commerciali l'indicatore dovrebbe assumere valori molto superiori rispetto alle imprese industriali.*

<sup>88</sup> *Rotazione capitale circolante = Ricavi/Circolante. La lettura di questo indicatore è legata a quello precedente, in quanto esprime un concetto analogo di rinnovo del capitale circolante per nuova produzione. Anche in questo caso il suo valore è principalmente legato al processo produttivo, ovvero alle risorse necessarie per svolgere l'attività: imprese commerciali presentano fisiologicamente valori elevati e superiori a quelle industriali. Il confronto tra settori, quindi, appare particolarmente utile per comprendere l'adeguatezza del valore assunto dall'indice.*

verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è molto simile infatti le due scatole hanno pressappoco la stessa dimensione. Si rileva inoltre un'asimmetria della distribuzione che si concentra sui valori bassi (che tendono a zero). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.

- Il box plot in figura “Giacenza media delle scorte<sup>89</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Leverage 1, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Leverage piuttosto che le imprese Zero-Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 1 più grande rispetto alla scatola 0). Si rileva inoltre un'asimmetria della distribuzione che si concentra sui valori bassi (che tendono a zero). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi, maggiormente elevati nella distribuzione Leverage piuttosto che nella distribuzione Zero-Leverage.
- Il box plot in figura “incidenza media dei crediti<sup>90</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Leverage 1, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è molto simile infatti le due scatole hanno pressappoco la stessa dimensione. Si rileva inoltre un'asimmetria della distribuzione che si concentra sui valori bassi (che tendono a zero). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi, maggiormente elevati nella distribuzione Leverage piuttosto che nella distribuzione Zero-Leverage.

---

<sup>89</sup> *Giacenza media delle scorte = Rimanenze/Ricavi. L'indicatore indica il tempo, in giorni, necessario per far sì che l'investimento in scorte torni disponibile per l'impresa in forma liquida e quindi a valori elevati corrisponde un minor fabbisogno finanziario per il capitale circolante in quanto sarà finanziato dal rientro delle scorte. Le caratteristiche principali del processo produttivo influenzano l'indicatore e, perciò, sarà utile un confronto con la media del suo settore*

<sup>90</sup> *Incidenza media dei crediti: Crediti v/clienti/ fatturato. Il rapporto rappresenta la durata media della dilazione concessa ai clienti. Il risultato fornisce un'indicazione media sul tempo (in giorni) intercorrente tra il momento della vendita e l'incasso. Il suo valore è strettamente legato alle consuetudini del mercato in cui opera l'azienda ed alla forza contrattuale della società nei confronti della propria clientela.*

- Il box plot in figura “incidenza media dei debiti<sup>91</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Leverage 1, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è molto simile infatti le due scatole hanno pressappoco la stessa dimensione. Si rileva inoltre un'asimmetria della distribuzione che si concentra sui valori bassi (che tendono a zero). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi pressoché uguali.

Da un primo confronto tra le due distribuzioni individuate nel secondo gruppo di variabili analizzate, possiamo comprendere come le imprese Zero-Leverage presentano (in mediana), un margine di tesoreria maggiore se paragonato alle imprese Leverage; possiamo intuire quindi, che le imprese Zero-Leverage presentano una miglior situazione al livello finanziario, infatti difficilmente potrebbero trovarsi in una situazione di “sofferenza finanziaria” visto che la somma algebrica tra crediti, debiti e disponibilità liquide risulta essere in mediana più che positiva.

Anche in termini di margini di struttura, le imprese Zero-leverage registrano una mediana maggiormente elevata se paragonata alla mediana della distribuzione delle imprese Leverage, tale risultato è un altro indicatore che ci permette di intuire che le imprese Zero-Leverage presentano una maggiore stabilità patrimoniale visto che il patrimonio netto potrebbe coprire gli investimenti effettuati per l'acquisto delle immobilizzazioni (mediana positiva), di contro invece la mediana della distribuzione delle imprese Zero-Leverage è negativa questo presuppone una minor stabilità patrimoniale.

Un altro aspetto da considerare riguarda il capitale circolante lordo, infatti le imprese Zero Leverage presentano un capitale circolante più “snello” visto che le mediane rispettivamente delle giacenze delle scorte e della durata media dei crediti e dei debiti si posizionano ad un valore più basso se confrontate alle mediane delle imprese Leverage.

Passiamo infine al terzo gruppo di variabile quantitative che prende in considerazione, alcuni indici tra cui ritroviamo rispettivamente la redditività del capitale investito (ROI), la redditività del capitale proprio (ROE), la redditività delle vendite (ROS), la redditività del

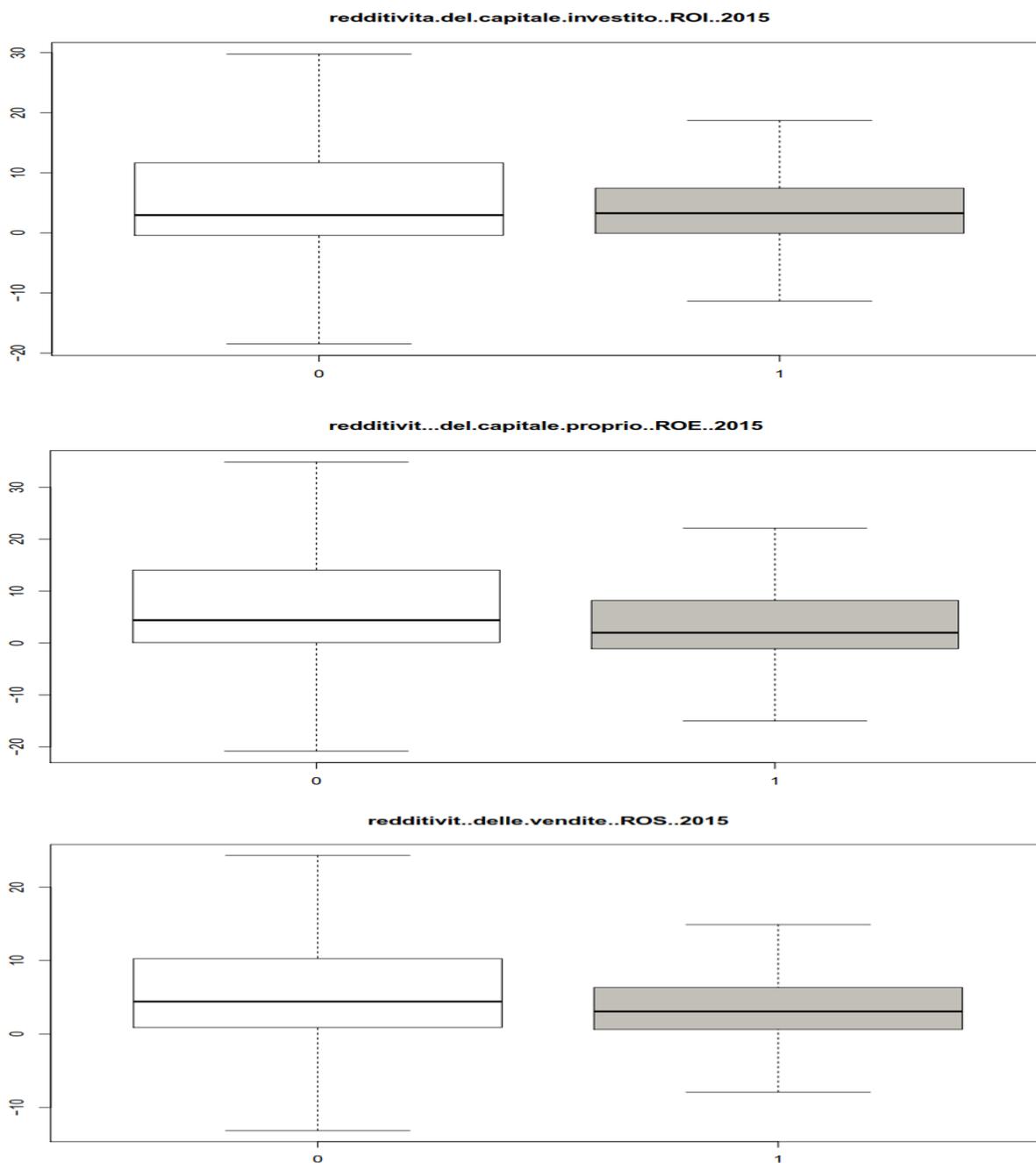
---

<sup>91</sup> *Incidenza media dei debiti:  $360 * [\text{Fornitori} / (\text{Acquisti} + \text{Servizi})]$ . L'indice fornisce un'indicazione sulla durata media di dilazione concessa alla società dai propri fornitori, ovvero i giorni intercorrenti tra l'acquisto di beni e servizi ed il pagamento degli stessi. A parità di condizioni una durata elevata del rapporto indica che l'azienda necessita di minore fabbisogno finanziario per il capitale circolante. Ancora una volta il mercato e la forza contrattuale risultano determinanti della valutazione dell'indice.*

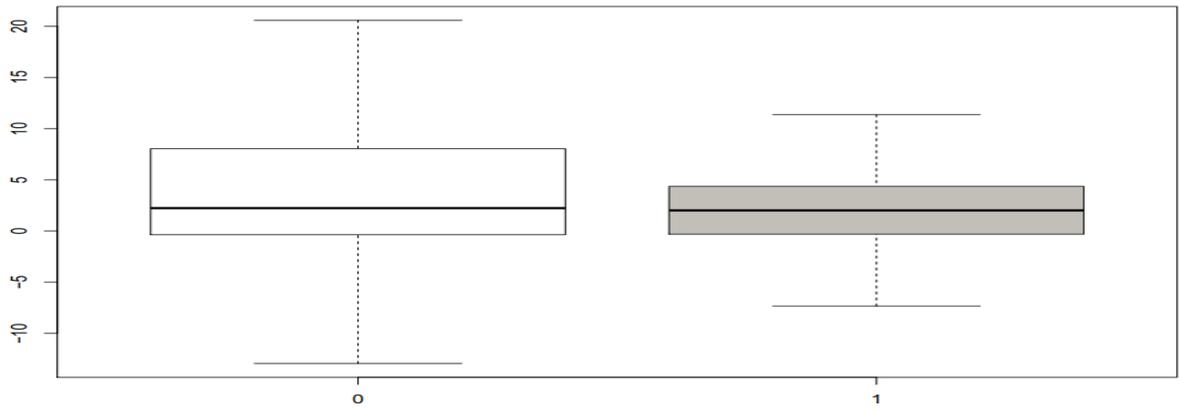
totale Attivo (ROA), il rapporto tra Ebitda e Vendite, indice di liquidità, indice corrente, , indice di indebitamento a lungo, indice di copertura delle immobilizzazioni finanziarie e patrimoniali, indice di indipendenza finanziari e grado di indipendenza da terzi.

Riportiamo di seguito i box plot costruiti in merito al secondo gruppo:

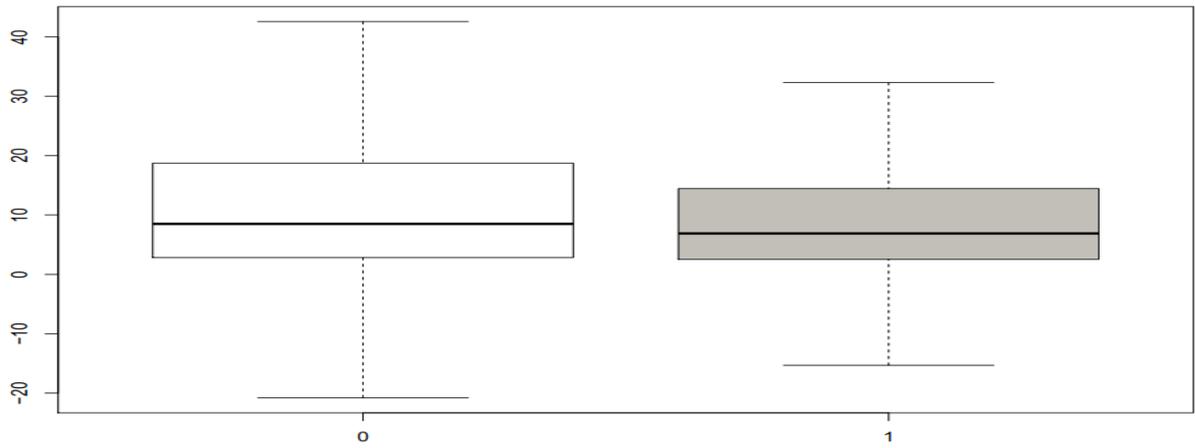
**Grafico 12. Box plot terzo gruppo.**



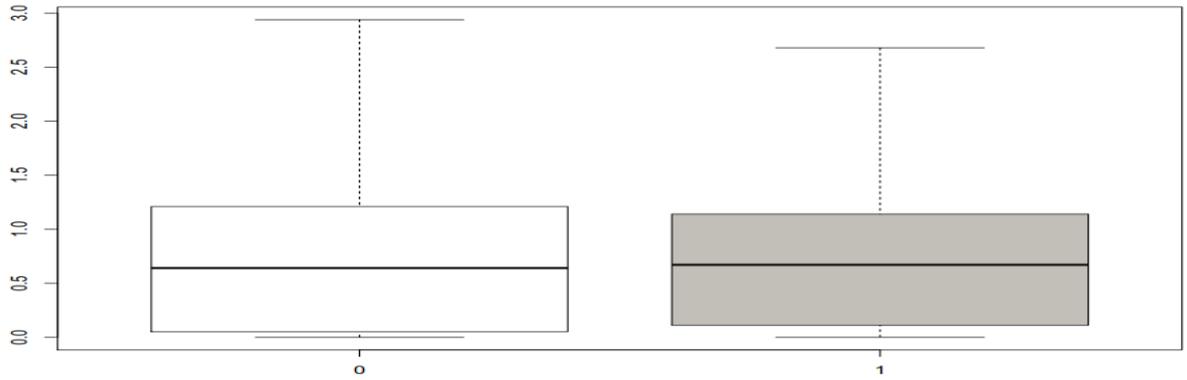
redditivita.del.Toatale.attivo..ROA..2015



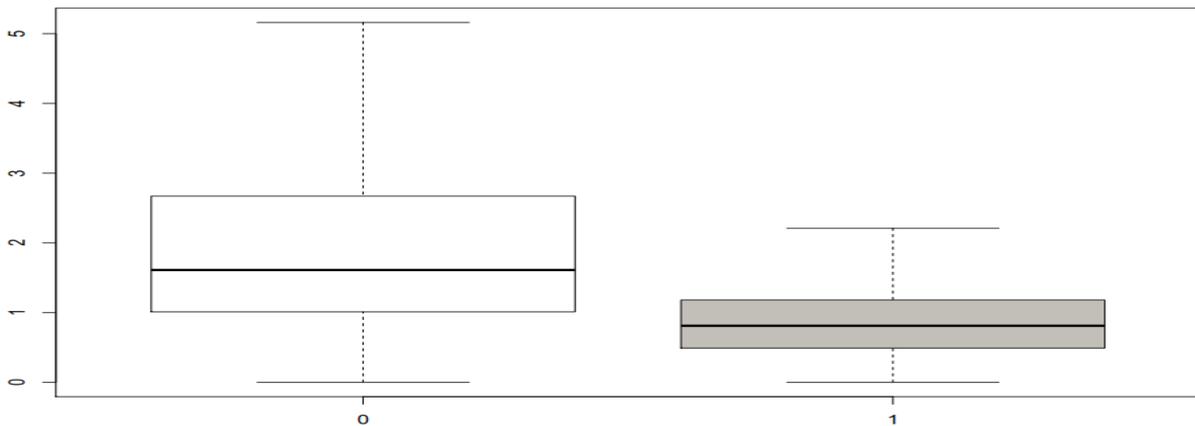
Ebitda.vendite.2015

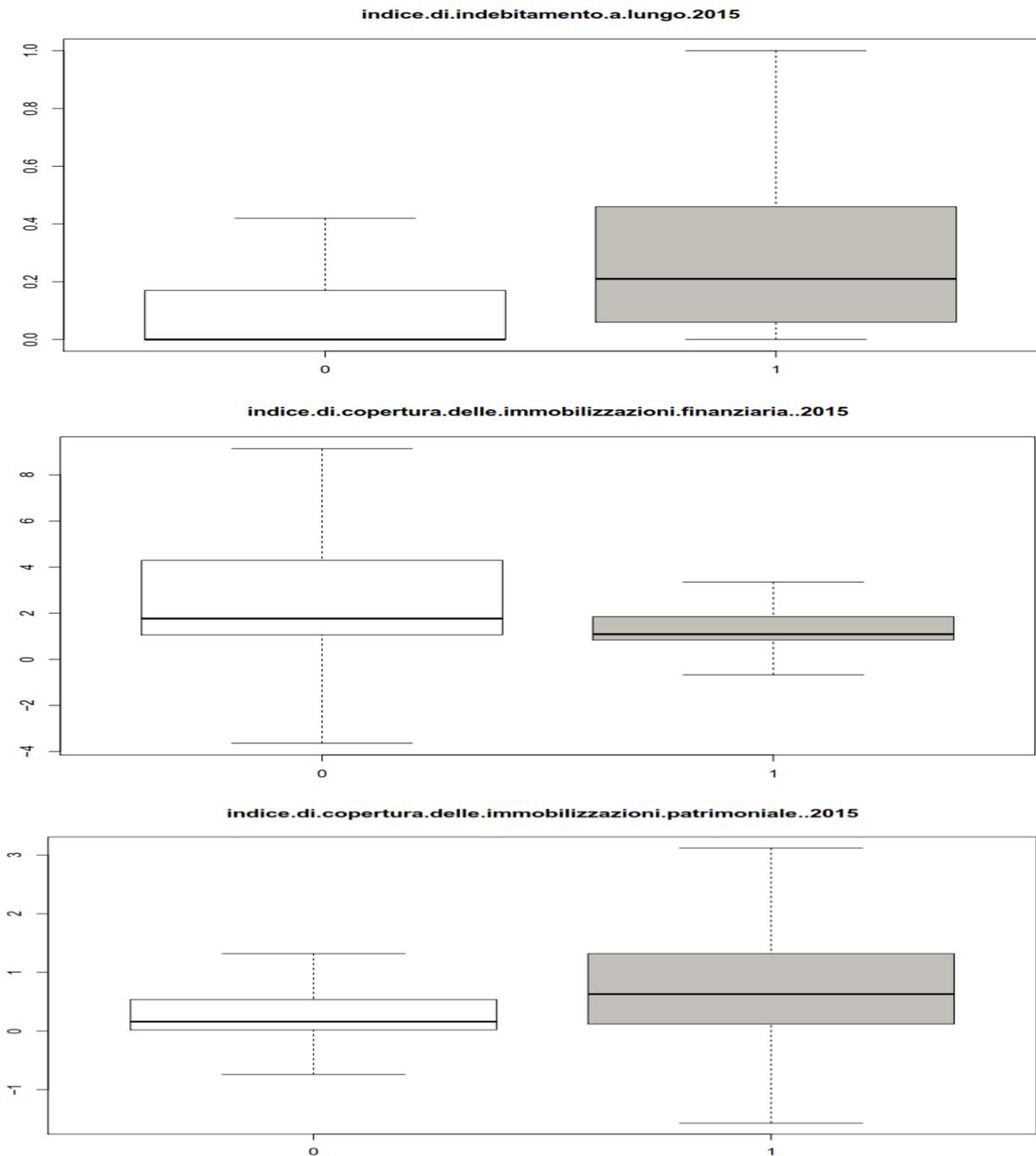


indice.di.liquidit..2015



i.ndice.di.corrente.2015





*Fonte: Analisi interna (output R)*

I box plot riportati precedentemente tengono in considerazione per ogni grafico, delle distribuzioni riferite alle imprese Zero Leverage (box bianco e dummy 0) e imprese Leverage (box grigio e dummy 1) per ogni variabile x considerata. I bordi dei boxplot corrispondono partendo dal basso al primo e al terzo quartile. Per tali grafici possiamo sintetizzare i seguenti risultati:

- Il box plot in figura “*Return on investment (ROI)* <sup>92</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore pressoché identica nelle due distribuzioni considerate, la significatività di questa eventuale differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.
- Il box plot in figura “*Return on equity (ROE)* <sup>93</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Zero Leverage 0, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.
- Il box plot in figura “*Return on Sales (ROS)* <sup>94</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più

---

<sup>92</sup> *ROI= Risultato operativo caratteristico/Totale attività. E' un indicatore di redditività e di efficienza degli investimenti rispetto all'operatività caratteristica dell'impresa. Il rapporto viene costruito rapportando il risultato operativo al totale attivo. Questo indicatore permette di valutare l'effetto della sola gestione caratteristica, senza considerare la gestione finanziaria, le poste straordinarie nonché la pressione fiscale. Anche in questo caso non esiste un valore di riferimento per la dipendenza da fattori interni ed esterni, sarà utile un confronto con il settore e confrontato ad un'analisi storica dell'indicatore. In termini generali è auspicabile un valore positivo (in termini percentuali) più elevato possibile.*

<sup>93</sup> *ROE= Utile d'esercizio/Patrimonio netto. E' un indicatore di redditività finale del capitale proprio. Non esiste un valore fisiologico, in quanto questo varia molto in relazione al settore in cui l'impresa considerata opera. In termini generali è auspicabile un valore positivo(in termini percentuali) più elevato possibile. Consente a chi ha fornito il capitale di valutare l'economicità del proprio investimento ed eventualmente confrontarlo con probabili investimenti alternativi. Per chi sta analizzando l'azienda esso rappresenta un indicatore immediato della redditività aziendale prodotta.*

<sup>94</sup> *ROS= Ebit/Ricavi. E' un indicatore di redditività del fatturato, che esprime la capacità reddituale dell'impresa di produrre profitto dalle vendite, ovvero quanto reddito operativo l'azienda realizza per ogni unità monetaria di vendite. Appare molto utile un confronto con il settore e l'andamento storico*

alto nella distribuzione di Zero-Leverage 0, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.

- Il box plot in figura “Return on assets (ROA)<sup>95</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore pressoché identica nelle due distribuzioni considerate, la significatività di questa eventuale differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.
- Il box plot in figura “Ebitda/Vendite<sup>96</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Zero-Leverage 0, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le

---

dell'indice, in quanto virtualmente qualsiasi valore (purché positivo) dell'indicatore potrebbe evidenziare una situazione di normalità. In termini generali è auspicabile un valore positivo(in termini percentuali) più elevato possibile.

<sup>95</sup> ROA= Ebit/Totale attivo. E' un indicatore di redditività dei capitali investiti con riferimento alla gestione caratteristica, a prescindere dalle fonti di finanziamento utilizzate. Anche in questo caso non esiste un valore di riferimento per la dipendenza da fattori interni ed esterni, sarà utile un confronto con il settore ed un'analisi dei valori storici dell'impresa. In termini generali è auspicabile un valore positivo(in termini percentuali) più elevato possibile.

<sup>96</sup> Ebitda/vendite. E' un indicatore di redditività del fatturato, con riferimento alla redditività netta dei costi di produzione diretti e dei costi del personale, mettendo in luce quanto margine operativo è prodotto per ogni unità monetaria di vendite. Anche in questo caso appare utile un confronto con il settore ed un'analisi storica dell'impresa, poiché qualsiasi valore (purché positivo) dell'indicatore virtualmente potrebbe evidenziare una situazione fisiologica. In termini generali è auspicabile un valore positivo(in termini percentuali) più elevato possibile

due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.

- Il box plot in figura “Indice di liquidità<sup>97</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore pressoché identica nelle due distribuzioni considerate, la significatività di questa eventuale differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione verso valori bassi. Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.
- Il box plot in figura “Indice corrente<sup>98</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). ). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Zero-Leverage 0, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione verso valori bassi. Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.

---

<sup>97</sup> *Indice di liquidità* = (attivo corrente - rimanenze) / passivo corrente. Tale indicatore precedente dovrà essere analizzato questo indice, che rappresenta una misura ancor più prudentiale della solvibilità aziendale. Difatti il suo numeratore comprende l'attivo corrente depurato dalle rimanenze che potrebbero rappresentare investimenti di difficile smobilizzo. Operando tale distinzione l'attivo rappresenta realmente la principale fonte da cui attingere per soddisfare esigenze immediate di liquidità. Per tale rapporto vale un'indicazione di massima rapportata all'unità come discriminante: valori inferiori critici e valori superiori adeguati.

<sup>98</sup> *Indice corrente* = attivo corrente / passivo corrente. L'indicatore mostra la capacità dell'azienda di soddisfare gli impegni a breve termine tramite l'utilizzo delle attività correnti. Un valore superiore all'unità indica, quindi, che l'azienda è potenzialmente in grado di onorare gli impegni a breve senza intaccare la sua struttura finanziaria e senza ricorrere a fonti di indebitamento alternative. Valori inferiori all'unità indicano una situazione di potenziale difficoltà sul breve termine e uno squilibrio finanziario.

- Il box plot in figura “Indice di indebitamento a lungo<sup>99</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Leverage 1, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Leverage piuttosto che le imprese Zero-Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 1 più grande rispetto alla scatola 0). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione verso valori bassi. Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Leverage piuttosto che nella distribuzione Zero-Leverage.
- Il box plot in figura “indice di copertura delle immobilizzazioni finanziarie<sup>100</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Zero-Leverage 0, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Zero-Leverage piuttosto che le imprese Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 0 più grande rispetto alla scatola 1). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Zero-Leverage piuttosto che nella distribuzione Leverage.
- Il box plot in figura “indice di copertura delle immobilizzazioni patrimoniali<sup>101</sup> 2015” rappresenta la distribuzione per i due livelli di Leverage (0 in bianco e 1 in grigio). La

---

<sup>99</sup> *Indice di indebitamento a lungo. È un indicatore dimensionale di indebitamento che evidenzia il peso dei finanziamenti di terzi rispetto al totale degli investimenti dell'impresa. Il valore differisce in relazione a diversi fattori, tra cui ad esempio l'attività economica esercitata. Valori estremamente elevati (soprattutto rispetto alla media di settore) possono segnalare anomalie strutturali dell'azienda ed un carico di oneri finanziari significativo. L'indicatore, quindi, dovrà essere letto congiuntamente con gli indicatori riferiti agli altri oneri finanziari.*

<sup>100</sup> *indice di copertura delle immobilizzazioni finanziarie = Patrimonio netto/immobilizzazioni finanziarie. È un indicatore patrimoniale utilizzato per indicare l'equilibrio tra capitale proprio ed investimenti finanziari fissi. Tendenzialmente le immobilizzazioni dovrebbero essere finanziate da mezzi propri oppure, in alternativa, da crediti a lungo termine. Un valore di equilibrio dell'indicatore dovrebbe posizionarsi intorno all'unità (100%), evidenziando una copertura totale degli immobilizzi con capitale proprio.*

<sup>101</sup> *indice di copertura delle immobilizzazioni patrimoniali = Patrimonio netto/immobilizzazioni patrimoniali. È un indicatore patrimoniale utilizzato per indicare l'equilibrio tra capitale proprio ed investimenti patrimoniali fissi. Tendenzialmente le immobilizzazioni dovrebbero essere finanziate da mezzi propri oppure, in alternativa, da crediti a lungo termine. Un valore di equilibrio dell'indicatore*

mediana assume un valore più alto nella distribuzione di Leverage 1, la significatività di questa differenza verrà successivamente testata con un test t-student. La variabilità delle distribuzioni è maggiore per le imprese Leverage piuttosto che le imprese Zero-Leverage infatti le due scatole hanno dimensioni diverse (la scatola 1 più grande rispetto alla scatola 0). Si rileva inoltre una simmetria della distribuzione (la variabile può assumere anche valori negativi). Troviamo infine i baffi riferiti ai massimi e ai minimi, maggiormente elevati nella distribuzione Leverage piuttosto che nella distribuzione Zero-Leverage.

Da un primo confronto tra le due distribuzioni individuate nel terzo gruppo di variabili analizzate, possiamo comprendere come le imprese Zero-Leverage presentano (in mediana) una redditività in termini di ROI,ROE,ROA,ROS maggiormente elevata se paragonata alle imprese Leverage. Un altro aspetto da considerare riguarda l'ampiezza delle scatole che misura la variabilità delle distribuzioni considerate, tutto ciò per affermare che per le imprese Zero Leverage pur presentando una redditività in mediana maggiore rispetto alle imprese, registrano anche una maggiore variabilità nella distribuzione e quindi di conseguenza una minor concentrazione.

Tutto ciò fa presupporre che pur essendo in mediana più redditizie le imprese Zero-Leverage, nel nostro campione ci sono anche imprese Zero-Leverage che presentano redditività negative (outliers).

Se consideriamo le distribuzioni riferite all'indice corrente, possiamo comprendere come le imprese Zero-Leverage presentano in mediana un indice corrente maggiormente elevato se paragonato alle imprese Zero-Leverage, questo risultato ci permette di intuire che le imprese Zero-Leverage hanno una maggiore capacità di soddisfare gli impegni a breve termine tramite l'utilizzo delle attività correnti. (maggiore stabilità patrimoniale e finanziaria)

Dopo aver rappresentato e brevemente descritto i box plot sulle principali variabili economico-finanziarie utilizzati nell'analisi esplorativa, si riporta di seguito una tabella di riepilogo delle statistiche di gruppo riferite alla variabili del 2015 che ci consente di mettere a confronto i valori in media, deviazione standard e mediana riferite rispettivamente alle imprese Zero Leverage e Leverage.

---

*dovrebbe posizionarsi intorno all'unità (100%), evidenziando una copertura totale degli immobilizzi con capitale proprio.*

**Tabella 16. Statistiche di gruppo.**

Variabile	ZERO LEVERAGE					LEVERAGE				
	mean	sd	min	mediana	max	mean	sd	min	mediana	max
ricavi	71.422	453.609	2	13.108	15.232.377	96.200	863.656	63	18.373	33.653.117
Ebitda 15	6.184	37.394	- 62.195	987	886.558	7.157	108.124	- 397.423	1.069	5.340.215
Ebit	3.064	24.117	- 180.829	525	823.165	2.721	51.728	- 1.437.311	527	1.990.919
utile anteimposte	3.557	30.597	- 218.773	572	864.088	2.834	50.088	- 713.429	340	2.405.439
utile netto	2.341	25.349	- 236.135	356	801.606	1.819	38.141	- 776.014	175	1.918.250
Totale attività	72.897	340.752	79	14.340	7.741.865	134.856	1.949.684	156	18.458	79.064.222
capitale circolante netto	10.277	82.739	- 2.378.931	4.163	1.030.797	- 372	534.022	- 31.469.999	1.758	13.269.507
patrimonio netto	7.005	34.170	-	1.691	724.950	4.260	70.685	-	351	4.132.040
dipendenti	157	757	-	43	20.381	200	2.249	-	53	135.514
marginie su i consumi	30.923	184.596	- 10.289	6.725	6.405.888	34.149	298.892	- 189.888	7.499	12.920.861
marginie di tesoreria	- 5.921	108.434	- 2.531.016	1.128	645.178	- 32.427	728.513	- 44.721.374	- 1.828	640.480
marginie di struttura	836	109.083	- 2.856.002	2.309	983.580	- 33.221	889.644	- 41.385.495	- 486	1.027.107
flussi di cassa gestione	5.400	37.848	- 127.638	789	852.649	6.329	83.631	- 142.259	711	2.960.207
Ebitda vendite	9	10	- 44	8	75	7	8	- 42	6	92
redditività del ToT. Attivo ROA	5	6	- 19	4	25	3	4	- 20	3	24
redditività del Capitale ROI	9	10	- 30	8	30	6	8	- 30	5	30
redditività delle vendite ROS	5	9	- 50	4	30	3	6	- 50	3	30
redditività capitale proprio ROE	7	12	- 120	6	96	4	18	- 149	4	136
rotazione capitale investito	1	1	-	1	5	1	1	0	1	5
rotazione capitale circol.	2	1	-	1	10	2	1	0	2	10
incidenza circolante operativo	21	28	- 106	18	361	27	24	- 86	25	249
giacenza media delle scorte	44	48	-	31	494	62	55	-	53	458
giorni copertura scorte	103	107	-	72	499	129	111	-	103	500
durata medi adei crediti	98	93	-	86	1.407	111	76	-	102	1.034
durata media dei debiti	97	68	-	86	494	105	62	-	97	495
durata ciclo commerciale	103	145	- 484	85	1.314	135	133	- 456	117	815
debiti equity ratio	0	1	-	-	30	2	2	-	1	74
debito verso banche su fatt	4	9	-	-	99	29	20	-	25	100
debiti ebitda ratio	0	4	- 109	-	29	5	28	- 848	4	493
indice di liquidit	1	1	-	1	5	1	1	0	1	5
i indice di corrente	2	2	-	2	10	1	1	0	1	9
indice di indebitam a breve	3	2	-	2	10	1	1	0	1	10
indice di indebitamento a lungo	0	0	-	-	1	0	0	-	0	1
indice di copertura delle imm.	0	1	-	0	10	1	1	-	1	15
rapporto di indebitamento	3	19	1	2	856	5	6	1	3	247
indice di copertura delle immob	8	33	0	2	660	3	13	0	1	562
debiti v banche su fatturato	4	9	-	-	99	29	20	-	25	100
costo del denaro a prestito	1	2	-	0	34	1	2	-	1	71
indice di indipendenza finanzia	53	22	0	55	99	31	17	0	29	96
grado di indipendenza da terzi	3	6	-	2	115	1	1	-	0	37

Fonte : Analisi dati interni (output R)

Nella tabella 16 vengono riportati la media, la mediana e la deviazione standard, i minimi e i massimi riferiti alle principali variabili quantitative rappresentate precedentemente attraverso i

box plot. Tale tabella permette di individuare le caratteristiche che differenziano le imprese Zero-Leverage dalle imprese Leverage e individuare in questo modo le variabili che alimenteranno il modello statistico che costruiremo nel terzo capitolo.

Le imprese Zero-Leverage presentano dei Ricavi e un Ebitda in media più bassi rispetto alle imprese Leverage, di contro però le imprese Zero-Leverage presentano un utile ante imposte e un utile netto in media più alto rispetto alle imprese Leverage, tale risultato ci fa intuire che le imprese a Zero Leverage pur presentando un fatturato più basso, presentano una redditività maggiore questo perché l'utile non viene eroso dagli oneri finanziari che invece impattano in misura significativa nelle imprese Leverage. La maggiore redditività delle imprese Zero-Leverage si riscontra anche in alcuni indicatori come ROI, ROE, ROA, ROS presentano valori medi più alti per le imprese Zero-Leverage.

Le imprese Zero-Leverage presentano in media una dimensione inferiore rispetto alle imprese Leverage; infatti se teniamo in considerazione dei parametri (Ricavi, Totale attività e numero dipendenti) utilizzati nella clusterizzazione per dimensione (si veda paragrafo 2.3.3.), riscontriamo per tutte e tre i parametri, un valore in media più basso rispetto a quello registrato per le imprese Leverage.

Dal punto di della stabilità finanziaria e patrimoniale, le imprese Zero Leverage presentano in media una maggiore stabilità, infatti se prendiamo in considerazione il capitale circolante netto e l'Equity, questi presentano in media dei valori più alti nelle imprese Zero Leverage. La maggior stabilità finanziaria e patrimoniale, viene riscontrata anche in termini di margine di tesoreria e margine di struttura, infatti quest'ultimi presentavo anch'essi in media dei valori più alti per le imprese Zero-Leverage.

Le imprese Zero-Leverage presentano in media una durata del ciclo commerciale, dei crediti/debiti commerciali e della giacenza media delle scorte di magazzino, inferiore se paragonate alla media delle imprese Leverage, possiamo intuire da questi dati che le imprese Zero-Leverage riescono ad attuare una miglior politica di gestione del capitale circolante netto e che tale efficienza può trasformarsi in maggior redditività.

Per approfondire le analisi, bisogna tenere in considerazione come già fatto precedentemente per le variabili qualitative, delle imprese che attuano una strategia di Zero-Leverage nel lungo periodo (3-5 anni). Per tali cluster abbiamo performato le stesse analisi effettuate precedentemente sul cluster imprese Zero-Leverage 2015, al fine di affinare l'analisi e concentrarsi nella costruzione del modello statistico solo sulle imprese Zero-Leverage che

presentano una posizione finanziaria netta da almeno 3 anni. Riportiamo di seguito le statistiche di gruppo sulle imprese strategia Zero-Leverage a 3 anni.

**Tabella 17. Statistiche di gruppo. (strategia 3 anni)**

Variabile	ZERO LEVERAGE					LEVERAGE				
	mean	sd	min	mediana	max	mean	sd	min	mediana	max
ricavi	67.824	473.276	2	12.873	15.232.377	94.656	824.641	18	18.200	33.653.117
Ebitda 15	4.620	21.689	-	62.195	966	482.473	7.571	104.204	-	397.423
Ebit	2.759	16.196	-	98.893	539	389.977	2.860	50.500	-	1.437.311
utile anteimposte	3.348	27.767	-	132.260	588	864.088	2.984	48.885	-	713.429
utile netto	2.182	24.537	-	236.135	371	801.606	1.930	37.126	-	776.014
Totale attività	61.431	255.118	163	14.118	4.548.013	131.817	1.846.660	79	18.320	79.064.222
capitale circolante netto	13.841	60.337	-	548.139	4.574	1.030.797	381	505.385	-	31.469.999
patrimonio netto	7.582	37.776	-	1.833	724.950	4.372	66.975	-	412	4.132.040
dipendenti	147	755	-	43	20.381	199	2.136	-	52	135.514
margin su i consumi	27.119	181.225	-	10.289	6.665	6.405.888	35.059	289.165	-	189.888
margin di tesoreria	-	387	59.067	-	1.142.278	1.437	645.178	-	31.337	689.924
margin di struttura	7.735	52.981	-	638.012	2.882	983.580	31.749	841.509	-	41.385.495
flussi di cassa gestione	3.982	27.624	-	127.638	767	852.649	6.698	81.238	-	142.259
Ebitda vendite	9	9	-	44	8	75	8	8	-	42
redditività del ToT. Attivo ROA	5	6	-	19	4	25	4	5	-	20
redditività del Capitale ROI	9	10	-	30	8	30	6	8	-	30
redditività delle vendite ROS	5	9	-	50	4	29	3	6	-	50
redditi capitale proprio ROE	6	11	-	120	6	96	4	17	-	149
rotazione capitale investito	1	1	-	1	5	1	1	-	1	5
rotazione capitale circol.	2	1	-	1	10	2	1	0	2	10
incidenza circolante operativo	21	25	-	106	19	261	26	25	-	96
giacenza media delle scorte	44	47	-	32	494	60	55	-	50	458
giorni copertura scorte	103	106	-	74	499	126	112	-	99	500
durata medi adei crediti	96	81	-	88	970	110	82	-	101	1.407
durata media dei debiti	93	62	-	85	491	106	65	-	96	495
durata ciclo commerciale	106	135	-	419	89	946	130	139	-	484
debiti equity ratio	0	0	-	-	3	1	2	-	1	74
debito verso banche su fatt	3	8	-	-	92	26	21	-	22	100
debiti ebitda ratio	0	4	-	109	-	29	4	27	-	848
indice di liquidit	1	1	-	1	5	1	1	-	1	5
i ndice di corrente	2	2	-	2	10	1	1	0	1	10
indice di indebitam a breve	3	2	-	2	10	1	1	0	1	10
indice di indebitamento a lungo	0	0	-	-	1	0	0	-	0	1
indice di copertura delle imm.	0	0	-	0	7	1	1	-	1	15
rapporto di indebitamento	3	3	1	2	37	5	14	1	3	856
indice di copertura delle immobili	9	33	0	2	660	3	17	0	1	648
debiti v banche su fatturato	3	8	-	-	92	26	21	-	22	100
costo del denaro a prestito	1	2	-	0	34	1	2	-	1	71
indice di indipendenza finanziaria	55	21	3	57	99	33	18	0	30	98
grado di indipendenza da terzi	3	7	0	2	115	1	2	-	0	72

Fonte : Analisi dati interni (output R)

Nella tabella 17 vengono riportati la media, la mediana e la deviazione standard, i minimi e i massimi riferiti alle principali variabili quantitative riferite alle imprese con strategia Zero-Leverage da almeno 3 anni. Tale tabella permette di individuare le caratteristiche che differenziano le imprese Zero-Leverage dalle imprese Leverage e individuare in questo modo le variabili che alimenteranno il modello statistico che costruiremo nel terzo capitolo.

Per completare l'analisi, riportiamo di seguito le statistiche di gruppo sulle imprese strategia Zero-Leverage a 5 anni.

**Tabella 18. Statistiche di gruppo. (strategia 5 anni)**

Variabile	ZERO LEVERAGE					LEVERAGE				
	mean	sd	min	mediana	max	mean	sd	min	mediana	max
ricavi	55.267	227.189	2	12.698	4.272.368	95.852	830.820	18	17.572	33.653.117
Ebitda 15	4.254	17.754	62.195	925	307.929	7.457	100.915	397.423	1.076	5.340.215
Ebit	2.696	13.049	72.456	506	279.778	2.869	49.149	1.437.311	528	1.990.919
utile anteimposte	3.476	27.941	97.197	577	864.088	2.978	47.712	713.429	364	2.405.439
utile netto	2.281	25.712	236.135	365	801.606	1.923	36.206	776.014	193	1.918.250
Totale attività	56.747	211.382	163	14.200	3.427.263	128.126	1.784.916	79	18.120	79.064.222
capitale circolante netto	15.609	62.942	372.400	4.820	1.030.797	167	487.931	31.469.999	1.957	13.269.507
patrimonio netto	7.414	37.150	-	1.928	724.950	4.633	65.485	-	447	4.132.040
dipendenti	132	556	-	43	14.764	199	2.086	-	51	135.514
margine su i consumi	22.344	74.992	10.289	6.481	1.465.526	35.670	294.434	189.888	7.409	12.920.861
margine di tesoreria	1.313	54.755	1.142.278	1.518	645.178	29.627	666.151	44.721.374	1.322	640.480
margine di struttura	10.297	51.777	485.964	3.081	983.580	29.662	812.321	41.385.495	107	1.027.107
flussi di cassa gestione	3.759	27.728	127.638	737	852.649	6.566	78.729	142.259	732	2.960.207
Ebitda vendite	9	9	41	8	75	8	8	44	6	92
redditività del ToT. Attivo ROA	5	6	19	4	25	4	5	20	3	24
redditività del Capitale ROI	8	10	30	7	30	7	8	30	6	30
redditività delle vendite ROS	5	9	47	4	29	3	6	50	3	30
redditi capitale proprio ROE	6	11	120	6	57	4	17	149	4	136
rotazione capitale investito	1	1	-	1	5	1	1	-	1	5
rotazione capitale circol.	2	1	-	1	10	2	1	0	2	10
incidenza circolante operativo	21	25	65	19	261	26	25	106	24	361
giacenza media delle scorte	44	47	-	33	277	59	55	-	49	494
giorni copertura scorte	104	107	-	74	499	125	111	-	97	500
durata medi adei crediti	96	83	-	86	970	109	82	-	100	1.407
durata media dei debiti	91	59	-	83	491	106	65	-	96	495
durata ciclo commerciale	109	136	369	90	946	128	138	484	111	1.314
debiti equity ratio	0	0	-	-	3	1	2	-	1	74
debito verso banche su fatt	3	7	-	-	92	25	21	-	21	100
debiti ebitda ratio	0	4	109	-	29	4	26	848	3	493
indice di liquidit	1	1	-	1	5	1	1	-	1	5
indice di corrente	2	2	-	2	10	1	1	0	1	10
indice di indebitam a breve	3	2	-	2	10	2	1	0	1	10
indice di indebitamento a lung	0	0	-	-	1	0	0	-	0	1
indice di copertura delle imm.	0	0	-	0	7	1	1	-	1	15
rapporto di indebitamento	2	3	1	2	37	5	13	1	3	856
indice di copertura delle immc	9	31	0	2	623	4	19	0	1	660
debiti v banche su fatturato	3	7	-	-	92	25	21	-	21	100
costo del denaro a prestito	0	2	-	0	34	1	2	-	1	71
indice di indipendenza finanaz	56	21	3	59	99	34	19	0	31	99
grado di indipendenza da terzi	3	7	0	2	115	1	3	-	1	111

Fonte : Analisi dati interni (output R)

Nella tabella 18 vengono riportati la media, la mediana e la deviazione standard, i minimi e i massimi riferiti alle principali variabili quantitative riferite alle imprese con strategia Zero-Leverage da almeno 5 anni. Tale tabella permette di individuare le caratteristiche che differenziano le imprese Zero-Leverage dalle imprese Leverage e individuare in questo modo le variabili che alimenteranno il modello statistico che costruiremo nel terzo capitolo.

## 2.5 Test t-student

Dopo aver definito le statistiche di gruppo (media, mediana e deviazione standard) per ogni variabile  $x$  associata ad ognuna delle due distribuzioni considerate (imprese Leverage e imprese Zero-Leverage), bisogna adesso definire le variabili che hanno un effetto significativo per la costruzione del modello statistico. Per tali ragioni testeremo la significatività delle differenze delle medie delle due distribuzioni per ogni  $x$  associata.

Il test utilizzato è il t student, esso è un test statistico di tipo parametrico che verifica la significatività della differenza tra medie di campioni indipendenti, tale test permette di verificare per ogni variabile esplicativa se la differenza tra la sua media nel caso di imprese Zero-Leverage (pari a 0) e quella di imprese Leverage (pari a 1) è significativa.

In altre parole, mentre attraverso le statistiche di gruppo possiamo analizzare la differenza tra le medie delle due distribuzioni (impresa Leverage e impresa Zero-Leverage), non possiamo però affermare con certezza se questa differenza è significativa; infatti potrebbe accadere il caso in cui, le due distribuzioni pur presentando medie diverse, la differenza tra quest'ultime non è significativa (ad esempio a causa di un alta variabilità dei dati, in questo specifico caso gli intervalli di confidenza delle distribuzioni si sovrappongono, e dato un valore della variabile, non riusciamo a capire a quale delle due distribuzioni esso appartiene).

Per le ragioni precedentemente descritte, utilizziamo il test t student, è più nello specifico il p-value.

Il p-value, in statistica inferenziale, è un test di verifica d'ipotesi che indica la probabilità di ottenere un risultato uguale o "più estremo" di quello osservato, supposta vera l'ipotesi nulla, viene anche spesso chiamato livello di significatività osservato.

Quando si effettua un test d'ipotesi si fissa un'ipotesi nulla e un valore soglia  $\alpha$  (per convenzione il valore di soglia 0,05) che indica il livello di significatività del test associato. Calcolato il p-value relativo ai dati osservati è possibile comportarsi come segue:

- Se  $p\text{-value} > \alpha$  l'evidenza empirica non è sufficientemente contraria all'ipotesi nulla che quindi non può essere rifiutata;
- Se  $p\text{-value} \leq \alpha$  l'evidenza empirica è fortemente contraria all'ipotesi nulla che quindi va rifiutata.

Prendendo per esempio la variabile “Ricavi 2015” nella strategia a 5 anni si ha che la media per le imprese Zero-Leverage è 55.267, mentre per le imprese Leverage è 95.852, i livelli sono molto diversi ma la differenza tra i due potrebbe essere non significativa a causa dell'elevata variabilità. Fissando il livello di significatività al 5%; riportiamo di seguito il sistema ipotesi utilizzato nei nostri test.

**Sistema ipotesi:**

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 : M_1 - M_2 = 0 \text{ (Ipotesi nulla)} \\ H_1 : M_1 - M_2 \neq 0 \text{ (Ipotesi alternativa)} \end{array} \right.$$

Il sistema ipotesi analizza i p-value dei t test per campioni indipendenti. in cui l'ipotesi nulla è che le medie per le imprese Leverage e le imprese Zero-Leverage siano uguali l'ipotesi alternativa è che siano diverse.

Se il p-value è  $< 0.05$  allora si rifiuta l'ipotesi nulla, cioè l'ipotesi ( $H_0$ ) che le medie siano uguali e quindi posso assumere che le due medie sono diverse o più semplicemente che la differenza tra le due medie è diversa da zero ( $H_1$ ). (in tal caso si può affermare che la variabile assume una media significativamente diversa tra Imprese Leverage e imprese Zero-Leverage)

Una volta individuato il test da utilizzare, abbiamo utilizzato quest' ultimo per testare le variabili precedentemente descritte attraverso i box plot al fine di individuare le variabili che verranno utilizzate nel terzo capitolo per la costruzione del modello statistico, riportiamo di seguito i risultati dei test:

**Tabella 19. Test t-student.**

Variabili	2015	strategia a 3 anni	strategia a 5 anni
	p.value	p value	p value
ricavi	0,133380400000	0,119368700000	0,019184980000
Ebitda	0,152729200000	0,026930690000	0,006438466000
Ebit	0,644810500000	0,438322200000	0,212501500000
utile anteimposte	0,058468810000	0,348252800000	0,720232000000
utile netto	0,045206730000	0,402687100000	0,869720100000
Totale attivit	0,081235030000	0,070521450000	0,000534385300
capitale circolante netto	0,138237000000	0,002150684000	0,002255660000
patrimonio netto	0,006287331000	0,014821520000	0,031208990000
dipendenti	0,060369450000	0,017326550000	0,010703750000
margin su i consumi	0,276964800000	0,175674800000	0,068274510000
margin di tesoreria	0,021656010000	0,000747680500	0,000985315100
margin di struttura	0,000991417200	0,000951232400	0,000000909608
flussi di cassa gestione	0,851056400000	0,094813140000	0,042657120000
Ebitda vendite	0,163141500000	0,654292000000	0,943295500000
redditivita del Toatale attivo ROA	0,000000000113	0,000000000078	0,000000000014
redditivita del capitale investito ROI	0,000000000000	0,000000000000	0,0000000000375
redditivit delle vendite ROS	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000177
redditivit del capitale proprio ROE	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000000
rotazione capitale investito	0,428904100000	0,133006400000	0,113073700000
rotazione capitale circolante lordo	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000000
incidenza circolante operativo	0,000000000000	0,000000000015	0,000000000463
giacenza media delle scorte	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000000
giorni copertura scorte	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000001
durata medi adei crediti al lordo dell IVA	0,000000000325	0,000000000000	0,000000000001
durata media dei debiti al lordo dell IVA	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000000
durata ciclo commerciale	0,000000000000	0,000000005828	0,000073085960
debiti equity ratio	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000000
debiti ebitda ratio	0,956092200000	0,975736900000	0,929757600000
indice di liquidità	0,428904100000	0,133006400000	0,113073700000
i ndice di corrente	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000000
indice di indebitamento a breve	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000000
indice di indebitamento a lungo	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000000
indice di copertura delle immobilizzazioni patrimoniale	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000000
rapporto di indebitamento	0,008042975000	0,000001261863	0,000000373691
indice di copertura delle immobilizzazioni finanziaria	0,000000000036	0,000000045620	0,000001189287
costo del denaro a prestito	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000000
indice di indipendenza finanziaria	-	2,307089e-319	0,000000000000
grado di indipendenza da terzi	0,000000000000	0,000000000000	0,000000000000

Fonte : Analisi dati interni (output R)

Nella tabella 19 vengono riportati i p-value dei test t student applicati alle variabili riferite ad ogni gruppo di ripartizione: 2015<sup>102</sup>; strategia a 3 anni<sup>103</sup>; strategia a 5 anni<sup>104</sup>.

Visto che abbiamo fissato una soglia di significativa al 5%, verranno escluse dalle nostre analisi tutte le variabili che riportano un p-value maggiore di 0,05

---

<sup>102</sup> Ripartizione imprese Leverage-Zero Leverage in base ai soli dati del 2015.

<sup>103</sup> Ripartizione imprese Leverage/Zero-Leverage in base ad una strategia di Zero-Leverage da almeno 3 anni.

<sup>104</sup> Ripartizione imprese Leverage/Zero-Leverage in base ad una strategia di Zero-Leverage da almeno 5 anni.

## CAPITOLO 3: COSTRUZIONE MODELLO STATISTICO

### 3.1 Introduzione

In questo capitolo presentiamo un modello statistico che cerchi di spiegare quali sono le variabili che differenziano le imprese Zero-Leverage da quelle Leverage.

La base di partenza è la ripartizione tra imprese Zero-Leverage e Leverage considerando una strategia a 5 anni. In altre parole classificheremo come imprese Zero-Leverage solo le imprese che attuano una strategia di non utilizzo della leva finanziaria da almeno 5 anni.

Nel paragrafo successivo infatti presenteremo in breve il programma *open-Source R* e ci soffermeremo su alcuni *packages* di R che cercano di spiegare la bontà dei risultati del modello logistico creato.

Nel secondo paragrafo imposteremo la formula del modello da applicare, che nel nostro caso specifico è il modello logistico che considera una risposta binaria o dicotomica detta Y (che assume solo i valori 0 e 1) e una serie di variabili indipendenti X (i regressori).

Successivamente perfezioneremo il modello logistico depurandolo da quelle variabili che presentano una significatività bassa ( $p\text{-value} > 0,05$ ), finché non si raggiunge il risultato che meglio spiega la relazione tra variabile risposta e regressori individuati.

Nell'ultimo paragrafo commenteremo i risultati e testeremo la bontà del modello attraverso gli indici di sensibilità, specificità e accuratezza del modello nonché gli eventuali errori che possiamo commettere nell'analisi statistica; infine rappresenteremo la curva ROC sulla base dei risultati del modello logistico.

### 3.2 L'ambiente statistico R

Per stimare il modello statistico, abbiamo utilizzato il software R. R è un software statistico utilizzato soprattutto in ambito universitario. R più che un software statistico, può essere definito come un ambiente, costituito da una varietà di strumenti, orientato alla gestione,

all'analisi dei dati e alla produzione di grafici basati su S<sup>105</sup>, quindi possiamo definire R contemporaneamente come un linguaggio e un software.

Utilizzeremo R per stimare il modello logistico sulle imprese Zero Leverage con strategia a 5 anni e infine commenteremo i risultati e la bontà del modello attraverso l'utilizzo della curva Roc.<sup>106</sup>

### 3.3 Il modello logistico stimato

Il modello utilizzato è di tipo Logit. In statistica e in econometria, il modello logit o modello logistico è una specificazione di un modello di regressione a risposta categorica che nel nostro caso specifico è quello che considera una risposta binaria o dicotomica: detta Y (che assume solo i valori 0 e 1), sia X una matrice di regressori. Il modello logit ipotizza che:

$$p(x_i) = \Pr(Y_i = 1 | X = x_i) = \frac{\exp(x_i' \beta)}{1 + \exp(x_i' \beta)}$$

Dove x denota una riga di X. Il vettore di parametri  $\beta$  è di norma stimato con il metodo della massima verosimiglianza. La relazione sopra può essere scritta, in maniera equivalente, come:

$$\ln\left(\frac{p(x_i)}{1 - p(x_i)}\right) = x_i' \beta = \beta_0 + \beta_1 x_{1i} + \dots + \beta_k x_{ki}$$

Attraverso quest'ultimo passaggio algebrico isoliamo la variabile risposta ( $\ln(p(x_i)/1-p(x_i))$ ) del modello e la eguagliamo al predittore lineare ( $x' \beta$ ), in altre parole la formula del modello logit è data dal legame che si ha tra la variabile risposta e il predittore lineare.

Con il modello stimiamo i beta mentre le x corrispondono alle variabili che consideriamo nella costruzione del modello, infine sommiamo i risultati ottenuti da tale funzione (cioè sommiamo il prodotto tra ogni x considerata per il rispettivo parametro  $\beta$  stimato dal modello) e otteniamo un certo valore della variabile risposta p compreso tra 0 e 1. Infine fissiamo una soglia tra 0 e 1 tra i diversi valori di *cut-off*, scegliendo il valore che massimizzi il valore di accuratezza del test.

Riportiamo di seguito i risultati del modello logistico costruito attraverso il software R:

---

<sup>105</sup> Creato da AT&T Bell Laboratories.

<sup>106</sup> La curva di ROC (Receiver operating characteristic curve) è una tecnica statistica utilizzata per valutare la bontà dei test discriminatori.

**Tabella 20. Risultati dati modello logistico stimato**

```

Call:
glm(formula = dati$strategia.a.5.anni.ZL.L ~ dati[, 15] + dati[,
  19] + dati[, 20] + dati[, 22] + dati[, 23] + dati[, 25] +
  dati[, 26] + dati[, 29] + dati[, 30] + dati[, 31] + dati[,
  32] + dati[, 34] + dati[, 35] + dati[, 36] + dati[, 37] +
  dati[, 38] + dati[, 39] + dati[, 40] + dati[, 41] + dati[,
  45] + dati[, 48] + dati[, 52], family = "binomial")

Deviance Residuals:
      Min       1Q   Median       3Q      Max
-5.5771  0.0001  0.0618  0.4257  2.8369

Coefficients:
              Estimate Std. Error z value Pr(>|z|)
(Intercept)  -7.039e-01  2.421e-01  -2.908  0.003640 **
ricavi        1.715e-07  2.494e-07   0.687  0.491849
utile netto   5.043e-06  4.723e-06   1.068  0.285624
attivo        2.536e-06  6.526e-07   3.886  0.000102 ***
equity       -2.599e-05  4.808e-06  -5.404  6.51e-08 ***
dipendeti    -2.216e-04  1.317e-04  -1.683  0.092363 .
margine tes   3.086e-06  1.516e-06   2.036  0.041772 *
margine str  -3.152e-06  1.484e-06  -2.123  0.033737 *
ROA           9.054e-02  2.102e-02   4.306  1.66e-05 ***
ROI          -4.306e-02  1.031e-02  -4.177  2.96e-05 ***
ROS         -1.381e-02  8.373e-03  -1.649  0.099046 .
ROE           5.270e-03  4.716e-03   1.117  0.263807
Rota.Cap.circ. 2.351e-01  6.212e-02   3.785  0.000154 ***
Incid.Circol. 3.049e-02  7.964e-03   3.828  0.000129 ***
giace.med.scor.-3.815e-03  2.147e-03  -1.777  0.075614 .
gior.cop.scor. 6.417e+00  7.236e+00   0.887  0.375227
dur.media.cre. 6.413e+00  7.236e+00   0.886  0.375481
dur.media.deb.-6.411e+00  7.236e+00  -0.886  0.375642
dur.ciclo.com.-6.418e+00  7.236e+00  -0.887  0.375156
deb.equit.ratio 4.958e+00  2.580e-01  19.221  < 2e-16 ***
indice corrent -3.496e-01  4.251e-02  -8.223  < 2e-16 ***
cope.imm.patr. 5.509e-01  1.048e-01   5.255  1.48e-07 ***
cost.dena.pres. 1.018e-01  2.992e-02   3.401  0.000670 ***
---
Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

(Dispersion parameter for binomial family taken to be 1)

Null deviance: 6269.3 on 6358 degrees of freedom
Residual deviance: 3577.8 on 6336 degrees of freedom

```

Fonte : Analisi dati interni (output R)

Nel modello logistico viene riportata in primis la formula che sta alla base del modello (*call*) che nel nostro caso è costituita dalla variabile dipendente Y dicotomica (imprese Zero-Leverage 0, e imprese Leverage 1<sup>107</sup>), e dalle variabili indipendenti x (regressori) che attraverso il test t student (paragrafo 2.5) avevamo classificato come significative (cioè quelle variabili in cui la differenza tra le medie delle due distribuzioni è significativa per un valore di p-value <0,05).

Successivamente troviamo nel modello le *deviance residual* cioè i valori di mediana, min, max, primo quartile e terzo quartile.

Nel parte centrale del modello troviamo i *coefficients* sulle variabili (x) considerate nel modello; tra questi ritroviamo *estimate* che corrispondono ai parametri  $\beta$  stimati dal modello per ogni variabile x, il *z value* che corrisponde al valore del test e in fine il  $\Pr(>|z|)$  che corrisponde al p-value.<sup>108</sup>

La significatività di ogni variabile x associata viene misurata attraverso gli “\*” come viene definito nel *signif. codes* in base allo soglia del p-value assegnata (ad esempio soglia di p-value <0,05 corrisponde “\*”). Tra le variabili più significative ritroviamo ROI, ROA, Attivo, indice corrente e rotazione del capitale circolante.

Infine ritroviamo la *null deviance* che è la devianza del modello con sola intercetta e *residual deviance* che è la devianza residua, attraverso tali devianze possiamo comprendere la bontà del modello infatti se la *deviance residual* è uguale alla *null deviance* allora il modello non spiega bene i dati, mentre se la deviance residual è uguale a zero allora il modello spiega perfettamente la variabile risposta.

Attraverso la costruzione di questo modello di regressione vogliamo poter affermare con ragionevole certezza che l’inserimento di una nuova impresa nel campione considerato, possiamo dire se tale impresa fa parte o meno della distribuzione Zero-Leverage.

Il modello appena descritto presenta solo le variabili x che ai fini delle analisi sono significative, infatti di volta in volta abbiamo perfezionato il modello, depurandolo da quelle variabili che presentano una significatività bassa e quindi di conseguenza un valore di p-value>0,05 finché non si raggiunge il risultato raggiunto che meglio spiega la relazione tra variabile risposta e regressori individuati.

---

<sup>107</sup> Bisogna ricordare che per la variabile Y, vengono prese in considerazione, la ripartizione tra imprese Zero Leverage e Leverage con strategia a 5 anni.

<sup>108</sup> Il p value funziona come il t-student solo non è più una differenza tra medie, ma è difatti nel modello, un parametro diverso da zero.

### 3.4 I risultati del modello statistico

I risultati nel modello logistico costruito possono essere identificati partendo innanzitutto dalla matrice di confusione, detta anche tabella di errata classificazione. Riportiamo di seguito i risultati della matrice di confusione applicata al modello logistico:

**Tabella 21. Matrice di confusione.**

	Reference	
Prediction	0	1
0	795	305
1	443	4816

*Fonte : Analisi dati interni (output R)*

La matrice di confusione restituisce una rappresentazione dell'accuratezza di classificazione statistica. Nella nostra classificazione binaria l'insieme dei dati da classificare è suddiviso in due classi che possiamo indicare convenzionalmente in positivi e Negativi (nel nostro caso imprese Zero-Leverage e imprese Leverage). Gli esiti predetti dal nostro indicatore li indicheremo rispettivamente con positivi "p" e negativi "n".

Sono possibili quattro risultati una volta fissato il valore di *cut-off*:

- il classificatore produce un valore "p" partendo da un dato appartenente alla classe P. In tal caso si dice che il classificatore ha prodotto un vero positivo (TP);
- il classificatore produce un valore "p" partendo da un dato appartenente alla classe N. In tal caso si dice che il classificatore ha prodotto un falso positivo (FP);
- il classificatore produce un valore "n" partendo da un dato appartenente alla classe N. In tal caso si dice che il classificatore ha prodotto un vero negativo (TN);
- Il classificatore produce un valore "n" partendo da un dato appartenente alla classe P. In tal caso si dice che il classificatore ha prodotto un falso negativo (FN).

I quattro valori appena richiamati sono stati utilizzati per costruire la matrice di confusione.

Da tale matrice si possono ottenere due importanti indici sintetici della qualità della classificazione cioè l'indice di sensibilità e specificità

La sensibilità è definita come:

$$\text{Sensibilità} = se = \frac{TP}{TP+FN} = 0,9111470$$

La sensibilità è condizionata negativamente dalla quota di falsi negativi: pertanto un test molto sensibile dovrà associarsi ad una quota molto bassa di falsi negativi. Nel nostro caso la sensibilità del modello si attesta a 0,9111470. L'indice di sensibilità ci dice che percentuale il modello prevede che l'impresa è Zero Leverage ed effettivamente nella realtà essa è Zero Leverage. (nel nostro caso il modello nel 91% dei casi riesce a soddisfare tale condizione)

Di contro la specificità è definita nel seguente modo:

$$\text{Specificità} = sp = \frac{TN}{FP+TN} = 0,8035540$$

ed esprimere la proporzione dei veri negativi rispetto al numero totale di negativi effettivi. La specificità è influenzata in particolare dalla quota di falsi positivi; ovvero un test sarà tanto più specifico quanto più bassa risulterà la quota dei falsi positivi. Nel nostro caso la specificità del modello si attesta a 0,8035540. L'indice di specificità ci dice che percentuale il modello prevede che l'impresa è Leverage ed effettivamente nella realtà essa è Leverage. (nel nostro caso il modello nel 80% dei casi riesce a soddisfare tale condizione)

E' facile verificare che i valori di sensibilità e specificità sono tra loro inversamente correlati in rapporto alle scelte del valore di *cut off*. Infatti, modificando quest'ultimo, si può ottenere uno dei seguenti effetti:

- Aumento della sensibilità e diminuzione della specificità;
- Aumento della specificità e diminuzione della sensibilità.

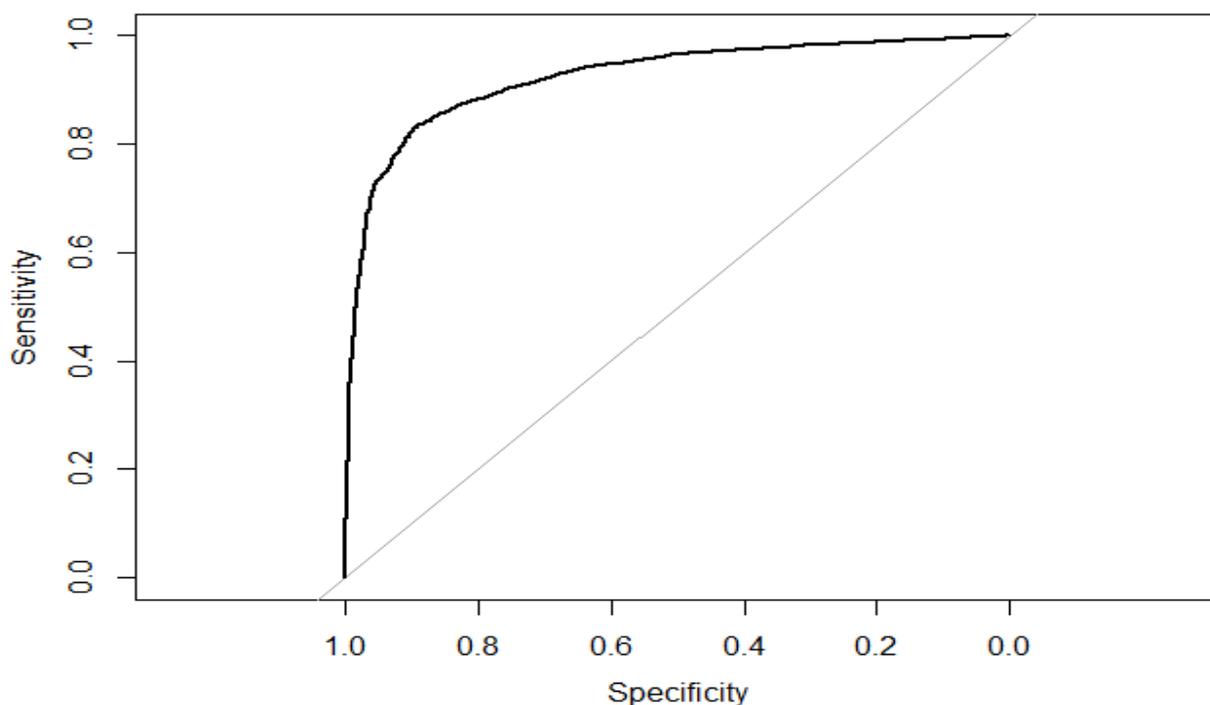
E' possibile dimostrare, quando la distribuzione dei valori delle due classi (imprese Zero-Leverage e Leverage) è di tipo normale; la soglia discriminante ottimale, ossia il valore di *cut-off* che minimizza gli errori di classificazione è pari al valore in ascissa corrispondente al punto di intersezione delle due distribuzioni. (Bottarelli, Parodi 2003).

Il modello di classificazione sarebbe ottimale se massimizzasse entrambi gli indici (sensibilità e specificità), questo non è possibile infatti elevando il valore della specificità, ciò comporterebbe una diminuzione della sensibilità (*trade off* tra i due indici). La relazione tra i suddetti parametri può essere rappresentata attraverso una linea che si ottiene, riportando, in un sistema di assi cartesiani e per ogni possibile valore di *cut off*, la proporzione tra veri positivi in ordinata e la proporzioni di falsi positivi in ascissa. Visto che il risultato del test è

calcolato su scala continua, si possono calcolare i valori di sensibilità e (1-specificità). L'unione dei punti ottenuti, riportando su un piano cartesiano ciascuna della coppia di se e (1-sp) si genera una curva spezzata che prende il nome di curva ROC.

Si riporta di seguito la curva ROC applicata ai risultati del nostro modello logistico:

### Grafico 13. Curva Roc



Fonte : Analisi dati interni (output R)

L'analisi tramite la curva ROC si può effettuare con diversi programmi statistici, tra cui ritroviamo anche R.

Piccoli spostamenti lungo la curva informano sulle variazioni reciproche di sensibilità e specificità per piccole variazioni del *cut off*. In questo caso è importante la pendenza locale della curva, ad esempio, una forte pendenza significa un buon incremento di sensibilità con piccola perdita di specificità.

Un test dal punto di vista discriminatorio (assenza di sovrapposizioni tra le due distribuzioni) è rappresentato da una curva ROC che passa per l'angolo superiore sinistro degli assi cartesiani (massima specificità e sensibilità con un'area della curva uguale a 0,05). Al contrario, l'area sotto la curva ROC per un test privo di valore informativo è rappresentata dalla bisettrice "*chance line*" in tal caso l'area sotto la curva ROC è uguale a 1; (Bamber

1975, Zweing & Campbell 1993). Nel nostro modello, l'area sotto la curva ROC è pari 0,9236.<sup>109</sup> (il test è altamente accurato).

In una Curva ROC esistono due segmenti di scarsa importanza ai fini della valutazione dell'attitudine discriminate del nostro test. Essi sono rappresentati dalle frazioni di curva sovrapposte rispettivamente all'asse delle ascisse e all'asse delle ordinate. Infatti i corrispondenti valori possono essere scartati in quanto esistono altri valori di *cut off* che forniscono una migliore specificità senza perdita di sensibilità, o viceversa.

Nella nostra analisi, l'individuazione del *cut off* ottimale viene effettuato minimizzando la distanza tra ogni punto della curva ROC e il punto (1,0); infatti come regola generale si può affermare che il punto sulla curva ROC più vicino all'angolo superiore sinistro rappresenta il miglior compromesso fra sensibilità e specificità.

In altre parole il valore di *cut off* ottimale minimizzando la distanza per ogni combinazione tra sensibilità e specificità. Il valore soglia ottimale sarà quello che minimizza tale funzione:

$$d = \sqrt{(1 - se)^2 + (1 - sp)^2}$$

Il valore soglia del nostro modello che minimizza tale distanza è 0,7 e che rappresenta il miglior compromesso tra specificità (0,8035540) e sensibilità (0,9111470).<sup>110</sup>

Infine riportiamo qui di seguito la misura dell'accuratezza (chiamata nel modello *precision*), che rappresenta la frazione totale dei casi classificati correttamente:

$$\text{Accuratezza} = \frac{TP+TN}{TP+TN+FN+FP} = 0,8573505$$

Essa rappresenta la percentuale di volte in cui il modello prevede correttamente la variabile risposta.

---

<sup>109</sup> 1)  $AUC=0.5$  il test non è informativo; 2)  $0.5 < AUC \leq 0.7$  il test è poco accurato; 3)  $0.7 < AUC \leq 0.9$  il test è moderatamente accurato; 4)  $0.9 < AUC < 1.0$  il test è altamente accurato; 5)  $AUC=1$  test perfetto.

<sup>110</sup> Il campione non è bilanciato tra imprese Leverage e Zero-Leverage

## CAPITOLO 4: RISULTATI DELL'ANALISI E CONCLUSIONI

### 4.1 Introduzione

In questo quarto e ultimo capitolo esporremo i risultati relativi all'analisi effettuata precedentemente, quantificando, in primis, la diffusione del fenomeno Zero-Leverage nel contesto italiano.

In altre parole comprenderemo quanto il fenomeno dello Zero-Leverage si sia diffuso in Italia e se esista un trend positivo di crescita delle imprese Zero-Leverage in linea con gli altri contesti internazionali. Successivamente cercheremo di interpretare i risultati ottenuti.

Una volta inquadrato il quadro delle imprese Zero-Leverage, esamineremo le caratteristiche qualitative delle imprese Zero-Leverage attraverso le variabili analizzate nel 2° capitolo (area geografia, settore merceologico e dimensione). I risultati di tali analisi costituiranno il primo tassello utile per la realizzazione del cosiddetto *puzzle*<sup>111</sup> del fenomeno dello Zero-Leverage, ovvero il primo passo indispensabile per la costruzione del profilo che contraddistingue le imprese Zero-Leverage dalle altre.

In seguito analizzeremo i risultati ottenuti attraverso l'analisi esplorativa la quale, a sua volta, è stata creata mediante i box plot – evidenziati nel 2° capitolo – al fine di individuare, per mezzo delle variabili quantitative analizzate, le caratteristiche peculiari che contraddistinguono le imprese Zero-Leverage in termini di redditività, stabilità patrimoniale e finanziaria, efficienza della gestione operativa ecc. Affineremo, inoltre, i risultati grazie all'utilizzo dei test *t-student* – utilizzati per la costruzione del modello di regressione logistica esaminato nel terzo capitolo – i quali ci permetteranno di comprendere le variabili significative al fine della costruzione del profilo delle imprese Zero-Leverage. In altre parole, i test *t-student* ci permetteranno di verificare, per ogni variabile esplicativa, se la differenza tra la loro media, nel caso di imprese Zero-Leverage (pari a 0) e quella di imprese Leverage, (pari a 1) sia significativa.

---

<sup>111</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. *The mystery of zero-leverage firms*. working paper, Stanford, CA: Graduate School of Business, Stanford University, 2006, working paper

Infine metteremo a confronto i risultati ottenuti dalle nostre analisi agli studi effettuati, in ambito internazionale, da alcuni autori – lo studio ideato da Honkbok Lee<sup>112</sup> e da Strebulaev, Ilya<sup>113</sup> su un campione di imprese Statunitensi o quello compiuto da Wolfgang, Bessler<sup>114</sup> su un campione d'impresie europee – individuando, al contempo, le caratteristiche che accomunano le imprese Zero-Leverage italiane a quelle degli altri Paesi europei ed extra-europei.

## 4.2 Risultati dell'analisi empirica

Il campione costruito nel 2° capitolo è composto da 27.270 società, prendendo in considerazione solo le società costituite sotto la “veste giuridica” di società di capitali e in particolare in Società per Azioni attive con sede legale in Italia e facenti parte della classificazione in base al settore merceologico (Codice Ateco 2007); ritroviamo, in merito ai dati relativi al 2015, un numero di imprese Zero Leverage pari a 10.569 S.p.a. (39%) di contro, le imprese Zero-Leverage sono pari a 16.701 S.p.a. (61%)<sup>115</sup>.

Da questo primo risultato è evidente percepire che in Italia il numero di società che utilizzano la leva finanziaria per poter operare nel proprio business supera nettamente le società che invece non impiegano la leva finanziaria (Zero-Leverage). Tale andamento è fisiologico in un sistema come quello italiano in cui si ha un forte sbilanciamento verso il sistema bancario. L'Italia, infatti, rappresenta uno dei paesi aderenti a un modello soprannominato nel primo capitolo “continentale”, cioè orientato agli intermediari finanziari piuttosto che al mercato.

La peculiarità del tessuto economico italiano però rappresenta una delle motivazioni principali per la quale le imprese nazionali soffrono di un eccessivo “banco-centrismo”, che porta a una sovraesposizione verso il sistema bancario e, conseguentemente, a una forte dipendenza in termini di crescita e sviluppo delle stesse nei confronti degli intermediari tipicamente bancari.

Da una prospettiva differente possiamo tuttavia notare (si veda tabella 6, 2° capitolo) come il numero di società a Zero-Leverage stia crescendo nel corso degli anni: nel 2011 soltanto 8.734 (32%) società non facevano ricorso alla leva contro le 18.536 società (68%) che

---

<sup>112</sup> Hongbok Lee, Gisung Moon. «The long-run equity performance of Zero-Leverage firms.» *Managerial Finance*, 2011: Vol. 37, pp 872-889.

<sup>113</sup> Strebulaev, Ilya A., e Baozhong Yang. «The mystery of Zero-Leverage firms.» March 2012.

<sup>114</sup> Wolfgang, Bessler. «The international Zero-Leverage Phenomen .» January 2012.

<sup>115</sup> Per maggiori dettagli si veda tabella 6,2° capitolo.

utilizzavano la leva nello stesso anno. Diversamente, nel 2015 il numero di società a Zero-Leverage è cresciuto in misura quasi esponenziale rispetto ai dati del 2011, attestandosi a un numero pari a 10.569 società (39%) contro 16.701 (61%) quelle che utilizzano la leva.

Possiamo infine osservare dalla tabella 6 come negli ultimi cinque anni si sia affermato un *trend* di circa 2 punti percentuali (per ogni anno) relativo a società che da Leverage diventano, di contro, Zero-Leverage. Tale risultato può essere il frutto della combinazione di una o più di queste cause riportate qui di seguito:

- Restrizione nella concessione di credito da parte delle banche. Una delle cause che potrebbe giustificare il trend riportato qui sopra potrebbe essere la chiusura netta nella concessione di credito da parte degli istituti bancari nei confronti delle società dovuta alla situazione in cui riversano le banche in seguito alla crisi finanziaria del 2012 i cui effetti si protraggono ancora tutt'oggi.
- Riduzione degli scudi fiscali e allineamento fiscale tra deducibilità degli interessi passivi e dei dividendi nonché introduzione dei *mini bond*. Con il decreto Monti "Salva Italia" si è cercato di eliminare questo problema poiché il sistema fiscale di per sé, non può e deve produrre effetti distorsivi. A tal fine, è stata introdotta una nuova disposizione fiscale chiamata ACE<sup>116</sup> (Aiuto alla crescita economica) la quale rende possibile la deducibilità dei dividendi commisurata al nuovo capitale proprio investito nell'impresa stessa. Di contro, sono state apportate restrizioni alla deducibilità degli interessi passivi, infatti, da come si evince dall'articolo 96 del Tuir. L'attenzione del legislatore non è stata focalizzata solo sulla disciplina fiscale ma anche su una serie di strumenti finanziari (ad esempio i mini bond) utili alle imprese al fine di attivare nuovi canali di approvvigionamento di risorse finanziarie le quali dovrebbero avere, come effetto, il ribilanciamento della struttura finanziaria delle imprese verso il mercato affinché le aziende nazionali si possano avvicinare se non al modello anglosassone, quantomeno riallinearsi al modello aziendale europeo.

In base alla classificazione geografica (si veda tabella 9, 2° capitolo) possiamo notare che le imprese Zero-Leverage prevalentemente si concentrano nel Nord-Italia. Tuttavia, tale risultato non è abbastanza fuorviante visto che il campione è composto da società per azioni le quali, rispetto alle altre "vesti giuridiche", (ad esempio s.r.l.) sono preferibili per la costituzione di società di medio-grande dimensione. La maggior parte di queste società sono situate soprattutto nel Nord-Italia poiché in tale area geografica si sono avute, nel corso degli anni, le

---

<sup>116</sup> Art. 1 D.L. n. 201/2011 o Decreto "salva Italia" del Governo Monti.

giuste condizioni economiche, sociali e politiche (ad esempio un tessuto imprenditoriale diffuso in modo capillare che si è sviluppato dal secondo dopo guerra amplificando sempre più il divario tra il Nord e il Sud del nostro paese) che hanno determinato e reso fattibile la loro nascita, concentrandosi maggiormente nell'aree più urbanizzate o in veri e propri conglomerati industriali in cui le imprese possono sfruttare al meglio gli effetti di rete offerti dai distretti industriali.

Col passar del tempo il numero delle imprese a Zero-Leverage, comunque, è aumentato in tutte le regioni d'Italia. Ciò significa che non si tratta semplicemente di un fenomeno collegato a specifiche e determinate aree geografiche anche se, bisogna specificare che in alcune regioni il trend è più marcato rispetto ad altre regioni. Il numero delle imprese Zero-Leverage è passato da 8.374 S.p.a. del 2011 a 10.569 del 2015 con un incremento pari a 1.835 S.p.a. (+21%). Più nello specifico, possiamo vedere che le regioni che hanno registrato un maggior incremento (tenendo in considerazione la variazione percentuale degli ultimi cinque anni) sono: Campania, con un incremento pari a 118 S.p.a (+34,40%), Lazio, con un incremento pari a 238 S.p.a. (+29,71%), Liguria, con 55 S.p.a. (+29,26%), Calabria, con un incremento pari a 33 S.p.a. (29,55%), Veneto, con un incremento pari a 229 S.p.a. (+26,29%) Piemonte, con 176 S.p.a. (+26,71%) e, in valore assoluto, il principale incremento è stato registrato dalla regione Lombardia con le sue 591 S.p.a.(17,74%)

Se prendiamo in considerazione una strategia a Zero-Leverage di lungo periodo, possiamo notare (si veda tabella 10, 2° capitolo) che le imprese a Zero-Leverage (strategia a tre anni) sono concentrate principalmente in regioni quali Lombardia con 2.957 S.p.a. (10,8%), Veneto con 793 S.p.a. (2,9%), Emilia - Romagna con 794 S.p.a. (2,8%), Lazio con 745 S.p.a. (2,7%) e Piemonte con 614 S.p.a. (2,14%). In merito alle imprese che applicano invece una strategia a Zero-Leverage da almeno cinque anni, si riscontrano le seguenti ripartizioni al livello geografico: Lombardia con 2.348 S.p.a. (8,6%), Veneto con 589 S.p.a. (2,2%), Emilia-Romagna con 577 S.p.a. (2,1%), Lazio con 542 S.p.a. (2,0%) e Piemonte con 474 S.p.a. (1,7%).

In base alla classificazione merceologica, possiamo rilevare (si veda tabella 11, 2° capitolo) che le categorie merceologiche che hanno registrato un maggior incremento (tenendo in considerazione la variazione percentuale degli ultimi cinque anni) sono: attività di raccolta rifiuti con un incremento pari a 42 S.p.a. (+58%), servizi finanziari con un incremento pari a 216 S.p.a. (+43%), fabbricazione di prodotti chimici con 55 S.p.a. (+45%), attività di raccolta e fornitura d'acqua con un incremento pari a 16 S.p.a. (43%), commercio all'ingrosso con un

incremento pari a 164 S.p.a. (+20%) e infine fabbricazioni di materiali e attrezzature con 94 S.p.a. (+17%).

Per quanto concerne la strategia a Zero-Leverage di lungo periodo, emerge il fatto che (si veda tabella 12, 2° capitolo) le imprese a Zero-Leverage (strategia a tre anni) sono concentrate principalmente in settori come il Commercio all'ingrosso con 714 S.p.a. (2,62%), Immobiliare con 826 S.p.a. (3,03%), Fabbricazione di macchinari e apparecchiature con 483 S.p.a. (1,77%), Fabbricazione di prodotti in metallo con 285 S.p.a. (1,05%), Costruzioni di edifici con 218 S.p.a. (0,80%) e industrie alimentari con 143 S.p.a. (0,52%). In merito alle imprese che applicano invece una strategia a Zero-Leverage da almeno cinque anni si riscontrano le seguenti ripartizioni: Commercio all'ingrosso con 560 S.p.a. (2,05%), Immobiliare con 632 S.p.a. (2,32%), Fabbricazione di macchinari e apparecchiature con 382 S.p.a. (1,40%), Fabbricazione di prodotti in metallo con 220 S.p.a. (0,81%), Costruzioni di edifici con 162 S.p.a. (0,59%) e industrie alimentari con 112 S.p.a. (0,41%).

Per quanto riguarda la classificazione per dimensione, è evidente che (si veda tabella 13, 2° capitolo) le imprese Zero Leverage sono concentrate principalmente nel gruppo "Micro imprese" con 3.857 S.p.a. (14,14%), gruppo "Medie imprese" con 2.808 S.p.a. (10,30%), gruppo "Piccole imprese" con 2,466 S.p.a. (9,04%) e infine gruppo "Grandi imprese" con 1.377 S.p.a. (5,05%).

Più nello specifico, si evince che i gruppi che hanno registrato un maggior incremento (tenendo in considerazione della variazione percentuale degli ultimi 5 anni) sono: "Micro imprese" con un incremento pari a 929 S.p.a. (+32%), "Grandi imprese" con un incremento pari a 206 S.p.a. (+18%), "Piccole imprese" con 358 S.p.a. (+17%), e infine "Medie imprese" con 327 S.p.a. (+13%).

Una volta definiti i risultati emersi dall'analisi relativa alle variabili qualitative, possiamo, adesso, sintetizzare i risultati ottenuti mediante l'utilizzo di grafici (Box plot), test (test t student) e modelli di regressione logistica sulle variabili quantitative.

Da un primo confronto riguardante le due distribuzioni individuate nel primo gruppo di variabili analizzate attraverso i box plot (si veda grafico 10, 2° capitolo), possiamo notare come le imprese Zero-Leverage presentino in media una redditività in termini di utile netto ed Ebit particolarmente elevati se paragonati alle imprese Leverage anche se, di contro, quest'ultime presentano una mediana più elevata in termini di fatturato. Un altro aspetto da considerare riguarda l'ampiezza delle scatole; questa misura la variabilità delle distribuzioni

considerate. Le imprese Zero Leverage, pur presentando una redditività in mediana maggiore rispetto alle imprese, registrano una maggiore variabilità nella distribuzione e quindi, di conseguenza, una minor concentrazione; infatti, in termini di utile ed ebit, la distribuzione Zero-Leverage presenta delle scatole più ampie con maggior outliers (code/baffi più lontane dalla mediana). Tutto ciò fa presupporre che, pur essendo in media più redditizie, il nostro campione contiene anche imprese Zero-Leverage che presentano redditività negative (outlier).

In merito al secondo gruppo di variabili analizzate (si veda grafico 11, 2° capitolo), si evince come le imprese Zero-Leverage abbiano, in media, un margine di tesoreria maggiore se paragonate alle imprese Leverage; ciò significa che le imprese Zero-Leverage presentano una miglior situazione al livello finanziario; difficilmente, infatti, potrebbero trovarsi in una situazione di “sofferenza finanziaria” dato che la somma algebrica tra crediti, debiti e disponibilità liquide risulta essere in genere più che positiva. Anche in termini di margini di struttura, le imprese Zero-leverage registrano una mediana maggiormente elevata se paragonata alla mediana della distribuzione delle imprese Leverage. Tale risultato è un altro indicatore il quale ci consente di intuire come le imprese Zero-Leverage registrino una maggiore stabilità patrimoniale poiché il patrimonio netto potrebbe coprire gli investimenti effettuati per l’acquisto delle immobilizzazioni (mediana positiva); invece, nel caso in cui la mediana della distribuzione delle imprese Zero-Leverage fosse negativa, questo presupporrebbe una minor stabilità patrimoniale.

Riguardo le distribuzioni del terzo gruppo (si veda grafico 12, 2° capitolo) riferite all’indice corrente, è riscontrabile come le imprese Zero-Leverage abbiano, in media, un indice corrente maggiormente elevato se paragonato alle imprese Zero-Leverage; questo risultato ci permette di intuire che le imprese Zero-Leverage posseggono una maggiore capacità di soddisfare gli impegni a breve termine tramite l’utilizzo delle attività correnti (maggiore stabilità patrimoniale e finanziaria). Infine anche nel terzo gruppo di variabili analizzate, è possibile costatare come le imprese Zero-Leverage presentino in media una redditività in termini di ROI, ROE, ROA, ROS maggiormente elevata se paragonata alle imprese Leverage.

Infine nel terzo capitolo, per la costruzione del modello di regressione logistica, abbiamo considerato solo le variabili che hanno registrato, mediante test *t student* (fissato a un livello di significatività al 5%) un’elevata correlazione; in altre parole abbiamo considerato soltanto le variabili che riescono a dare una giustificazione al fenomeno dello Zero-Leverage.

I risultati precedentemente descritti sono stati confermati anche dopo aver effettuato i test *t student*. È possibile, quindi, affermare con ragionevole sicurezza che le imprese Zero-

Leverage presentano dei Ricavi e un Ebitda in media più bassi rispetto alle imprese Leverage; di contro, però, le imprese Zero-Leverage presentano un utile ante imposte e un utile netto in media più alto rispetto alle imprese Leverage. Tale risultato ci fa intuire che le imprese a Zero Leverage, pur presentando un fatturato più basso, registrano una redditività maggiore poiché l'utile non viene eroso dagli oneri finanziari che invece impattano, in misura significativa, nelle imprese Leverage. La maggiore redditività delle imprese Zero-Leverage si riscontra anche in alcuni indicatori come ROI, ROE, ROA, ROS i quali presentano valori medi più alti per le imprese Zero-Leverage anche se, ci sono imprese Zero-Leverage che presentano redditività negative (outlier).

Le imprese Zero-Leverage registrano, in media, una dimensione inferiore rispetto alle imprese Leverage; infatti, prendendo in considerazione i parametri (Ricavi, Totale attività e numero dipendenti) utilizzati nella clusterizzazione per dimensione (si veda paragrafo 2.3.3.), il valore di questi è in media più basso rispetto a quello registrato per le imprese Leverage.

Quanto alla stabilità finanziaria e patrimoniale, le imprese Zero Leverage hanno, in genere, una maggiore stabilità rispetto le altre: il capitale circolante netto e l'Equity presentano, in media, dei valori più alti nelle imprese Zero Leverage rispetto alle Leverage. Inoltre, la maggior stabilità finanziaria e patrimoniale, è riscontrabile anche in termini di margine di tesoreria e margine di struttura.

### **4.3 Confronto contesto internazionali**

In questo paragrafo elencheremo, da una parte, i principali studi effettuati in ambito internazionale da parte di autori i quali cercano di fornire delle risposte al fenomeno dello Zero-Leverage, e dall'altra, confronteremo i loro risultati con i nostri.

Tra gli studi più importanti ricordiamo quello intrapreso da Honkbok Lee. Le ricerche di quest'ultimo si basano su un campione d'impresе costituenti circa il 9% di quelle elencate dalla banca dati internazionale Compustat.<sup>117</sup>

Nella sua analisi, lo studioso riscontra un trend in costante crescita d'impresе non facenti uso della leva finanziaria. Nel corso del tempo, la percentuale di impresе Zero-Leverage passa dal 4,4 per cento nel 1991 al 12,6 per cento nel 2008. Honkbok si accorge, in più, che in media il

---

<sup>117</sup> *Honkbok Lee prende in considerazione solo delle società che hanno un attivo un minimo di \$ 5 milioni e non ha avuto alcun debito in loro capitale per almeno 3 anni consecutivi.*

5,1 per cento d'impresе elencate da Compustat durante il periodo che intercorre tra il 1989 e il 2008, non si sono indebitate per almeno cinque anni consecutivi. Per lo più, la politica di Zero-Leverage non è un fenomeno di un'industria specifica, ma può essere riscontrato in molte industrie. I risultati ottenuti da Honkbook Lee sono in linea con quelli ottenuti dalla nostra analisi.

Secondo alcuni grandi investitori, tuttavia, la presenza d'impresе Zero-Leverage non è una novità. Per diverse ragioni, tra cui la maggiore stabilità finanziaria, questi preferiscono investire in tali impresе. Fondo Fidelity Magellan manager Lynch, ad esempio, ha preferito le società con un solido bilancio rappresentato da un basso rapporto di debito. Infatti, questo ha espressamente dichiarato: "Un bilancio ancora più forte può avere l'1 per cento del debito e il 99 per cento del patrimonio netto"(Lynch, 2000, p. 202).

Warren Buffett ritiene, invece, che "un buon affare o le decisioni di investimento produrrà risultati economici molto soddisfacenti, senza aiuti da leva" (Buffett, 1987, pag. 20).

Nonostante la crescente prevalenza di aziende prive di debiti, sono piuttosto rari gli studi dedicati a esse. Un piccolo corpo esistente nella letteratura riguarda principalmente le motivazioni per conservatorismo finanziario e le caratteristiche delle impresе senza debito (Strebulaev e Yang, 2006; Byoun, 2006; Devos et al., 2010).

Tra quelli in precedenza citati, solo Strebulaev e Yang (2006) affrontano, nel lungo termine, l'andamento della performance delle impresе Zero-Leverage. Essi sostengono che le decisioni concrete al fin d'evitare il debito potrebbero essere dovute alla percezione divergente delle impresе prive di debito tra addetti ai lavori e mercati dei capitali: ipotesi della divergenza di credenze. Essi sostengono inoltre che l'aumento del mercato-to-book ratio delle impresе non indebitate potrebbe condurre i manager a credere che il loro patrimonio netto sia sopravvalutato dal mercato e ciò li indurrebbe a emettere azioni piuttosto che debito.

Nel lungo periodo, essi affermano che le opinioni tra addetti ai lavori e il mercato torna alla pari mentre il mercato si rende conto che il valore delle aziende senza debiti deve essere corretto, con conseguente riduzione della performance del titolo.

Non siamo d'accordo con Strebulaev e Yang nell'affermare che il maggiore valore market-to-book ratio delle impresе senza debito sia dato soltanto da una sopravvalutazione dei mercati dei capitali a causa della cosiddetta "*divergence in beliefs*", visto che queste impresе, nella realtà, sono più redditizie e maggiormente stabili al livello patrimoniale e finanziario.

Noi ipotizziamo che la discrepanza tra i nostri risultati e quelli di Strebulaev e Yang (2006) proviene dal processo di costruzione del campione. Il campione analizzato dagli studiosi Strebulaev e Yang (2006) è costituito da imprese a debito libero in un dato anno, mentre il nostro campione si focalizza su quelle imprese a debito libero per almeno tre o cinque anni consecutivi. È più probabile che il nostro campione includa imprese per le quali la politica di Zero-Leverage è una scelta deliberata e non qualcosa di natura transitoria. Così, il nostro campione è più favorevole alla generazione significativa di risultati empirici per valutare la performance delle imprese che adottano volutamente una politica zero leva: il maggior valore riconosciuto alle imprese Zero-Leverage è strettamente correlato alle proprie performance che in media sono più elevate rispetto alle imprese che utilizzano la leva finanziaria sia in termini di redditività che in termini di maggiore stabilità patrimoniale e finanziaria.

Gli studi che propongono risultati in linea con i nostri, mostrano che le aziende attuanti una politica di Zero-Leverage sono più redditizie (Myers, 2001), poiché queste presentano maggiori opportunità di crescita di valore (Barclay e Smith, 1999; Graham, 2000), e detengono grandi quantità di denaro (Graham, 2000; Mikkelson e Partch, 2003), il che tende a determinare una migliore performance operativa (Mikkelson e Partch, 2003).

Anche Byoun (2006) fornisce dei risultati simili ai nostri. Infatti, quest'ultimo afferma che le imprese Zero-Leverage sono più vantaggiose poiché hanno maggiori possibilità di crescita e detengono più contanti. Pertanto, è ragionevole che i market-to-book ratio sia più elevato per le imprese Zero-Leverage visto che il risultato del riconoscimento del mercato delle opportunità di crescita delle imprese senza debito è supportato dalla loro flessibilità finanziaria, piuttosto che dalla sopravvalutazione scambiata dai mercati dei capitali come invece veniva sostenuto da Strebulaev e Yang.

Nel passato, ci sono stati anche una serie di articoli che hanno esaminato la politica di Zero-Leverage su un campione di imprese statunitensi. Utilizzando un campione di società quotate estratto anche esso dalla banca dati Compustt nell'intervallo di tempo 1980-1994, Graham (2000) sostiene che le imprese possano aumentare il loro valore di circa il 15 per cento, se queste utilizzano la quantità ottimale di debito. Sorprendentemente, lo studioso comunque scopre che le grandi imprese più profittevoli con maggior liquidità, utilizzano in misura non significativa la leva finanziaria. Inoltre, il conservatorismo nel ricorso al debito secondo Graham è positivamente correlato alle consistenze di cassa in eccesso.

Minton e Wruck (2001) invece esaminano il conservatorismo finanziario analizzando imprese che adottano una politica permanente di bassa leva. Essi riscontrano nelle loro analisi che il

20 per cento delle imprese oggetto di esame non utilizzano la leva finanziaria. Il loro campione include imprese statunitensi con dati estratti dal CRSP e da Compustat durante il periodo di 1974-1998. Essi documentano che il conservatorismo finanziario non rappresenta un fenomeno di un settore industriale specifico, anche se le imprese Zero-Leverage si trovano spesso nelle industrie in cui gli stakeholder sono più sensibili alle difficoltà finanziarie.

Essi sostengono, in più, che il conservatorismo finanziario è in gran parte dovuto a una politica finanziaria transitoria incompatibile con Lemmon et Al. (2008) i quali affermano che le imprese mantengono rapporti di leva notevolmente stabili nel tempo. Come notato in precedenza, abbiamo espressamente esaminato le imprese che hanno mantenuto una politica di zero-debito in più anni e quindi siamo in disaccordo con Minton e Wruck.

Ritornando alle analisi effettuate da Strebulaev e Yang (2006), possiamo comprendere in linea con i nostri risultati, che la dimensione dell'impresa e il settore da soli non riescono a spiegare il fenomeno dello Zero-Leverage. Inoltre, scoprono che le imprese Zero-Leverage sono in media più piccole, più redditizie, pagano maggiori imposte sul reddito, e detengono saldi di cassa sostanzialmente più elevati.

Risultati simili si riscontrano anche dagli studi effettuati da Graham (2000) e da Byoun (2006). La nostra analisi empirica su imprese che attuano una politica di Zero-leverage è compatibile con i loro risultati.

Quanto a Devos et Al. (2010), questi esaminano tutte le imprese non regolamentate e non finanziarie facenti parte nella banca dati Compustat e CRSP su un set di dati compresi nell'intervallo di tempo tra il 1990 e il 2008. Sulla base dei loro studi, le imprese che applicano una politica di Zero-Leverage da almeno 3 anni registrano, in linea di massima, una maggiore flessibilità finanziaria e non registrano particolari vincoli di credito che possono limitare le opportunità di crescita dei propri business.

Altri studi riguardanti la struttura del capitale credono che la redditività e le opportunità di crescita siano inversamente proporzionali al rapporto debito (Kester, 1986; Myers, 1984, 1993, 2001; Wald, 1999; Barclay et al., 1995; Barclay e Smith, 1999; Graham, 2000).

Wald (1999, p. 172) afferma che la redditività è "il più grande effetto sul singolo rapporto debito/ patrimonio".

Più recentemente, Byoun (2006) trova che le grandi imprese senza debiti sono più vantaggiose, dato che posseggono una maggiore crescita di opzioni e sono in grado di mantenere più soldi. Egli afferma che se un'impresa sceglie di essere libera di debito per un

periodo di tempo prolungato, è più probabile che il management della società apprezzi la flessibilità finanziaria e l'indipendenza gestionale più che i risparmi fiscali immediati. E' inoltre plausibile pensare che queste imprese finanziariamente conservatrici possono effettuare una scelta più indipendente sugli investimenti. Il conservatorismo finanziario potrebbe anche aiutare le imprese nel caso di recessioni economiche durature e apportare una maggiore stabilità rispetto alle situazioni di stress finanziario in cui invece cadrebbero le imprese che utilizzano la leva finanziaria. Pertanto, egli ipotizza che le imprese Zero-Leverage nel lungo registrano una performance che è almeno alla pari o migliore rispetto alle imprese che utilizzano la leva finanziaria.

Una risposta analoga viene rispettivamente da Pinegar e Wilbricht (1989) che, attraverso un questionario somministrato ad alcuni CFO di aziende americane, hanno scoperto come il fattore più importante che interessa alle aziende nella scelta delle fonti di finanziamento da utilizzare sia il desiderio di mantenere la flessibilità finanziaria. Infatti, la flessibilità finanziaria aiuta le imprese a superare una recessione economica senza limitare il proprio business che nel caso contrario verrebbe messo a dura pressione dagli istituti finanziari che influenzerebbero, in misura significativa, le scelte di disinvestimento delle imprese stesse (Graham e Harvey, 2001).

Studi recenti hanno dimostrato come le aziende attuanti la politica del debito siano più redditizie (Baskin, 1989; Wald, 1999, Myers, 2001; Frank e Goyal, 2009), abbiano maggiori opportunità di crescita di valore (Smith e Watts, 1992; Barclay e Smith, 1999; Graham, 2000) e detengano grandi quantità di denaro (Graham, 2000; Mikkelson e Partch, 2003).

Dang (2009) afferma, sulla base di un'analisi empirica, che circa il 10 per cento delle imprese del Regno Unito persegue una politica di Zero-Leverage. Ancora una volta, le imprese a Zero-Leverage tendono a essere più piccole, più redditizie registrando percentuali di distribuzione dei dividendi superiori rispetto alle imprese che utilizzano la leva finanziaria. Inoltre, queste società detengono consistenti riserve di liquidità e si basano sul finanziamento azionario. Dang sostiene inoltre che le imprese a Zero-Leverage cercano di mitigare i problemi di sotto investimento seguendo una politica di non utilizzo della leva finanziaria; ciò è coerente con la teoria del *trade-off* dinamico.

Un'altra analisi importante effettuata a livello internazionale è quella di Wolfgang Bessler, il quale analizza un campione di imprese quotate nei Paesi del G7 estratti dalla banca dati Compustat (periodo dal 1989 al 2010). Wolfgang afferma che il fenomeno delle imprese a Zero-Leverage è in costante crescita in tutti i Paesi analizzati (G7) anche se con percentuali

differenti. Infatti, i Paesi con un sistema finanziario orientato al mercato dei capitali in cui si ha un' elevata protezione dei creditori e un sistema fiscale classico, presentano percentuali più alte di imprese Zero-Leverage rispetto ai Paesi orientati agli istituti finanziari. Egli afferma che esistono due diversi tipi d'impresе che seguono una politica di Zero-Leverage. Da una parte, vi sono imprese Zero-Leverage finanziariamente vincolate le quali non utilizzano la leva finanziaria soltanto per il semplice fatto che non hanno le capacità e le giuste garanzie per poterla utilizzare. Queste imprese, difatti, sono più rischiose, più giovani e presentano una minor redditività rispetto alle stesse imprese Leverage del campione analizzato. D'altra parte, Wolfgang individua delle imprese Zero-Leverage che deliberatamente scelgono di perseguire una politica di Zero-Leverage. Quest'ultime sono più redditizie, pagano più dividendi e hanno flussi di cassa elevati assicurando una maggiore stabilità finanziaria e patrimoniale. Questi risultati combaciano con i nostri. La nostra analisi non si è semplicemente interessata all'individuazione di imprese Zero-Leverage le quali presentano in media redditività superiori rispetto alle imprese che utilizzano la leva finanziaria, ma anche abbiamo individuato una maggiore variabilità dei dati (deviazione standard maggiore rispetto alla distribuzione delle imprese leverage) visto che si ha una maggiore presenza di outliers, cioè di imprese che hanno redditività negativa e che probabilmente non utilizzano la leva finanziaria, solo per il semplice fatto che non hanno le giuste garanzie e capacità che vengono richieste dagli istituti finanziari per la concessione di finanziamenti.

#### **4.4 Conclusioni**

Possiamo quindi concludere constatando che il fenomeno delle Zero Leverage si sta diffondendo in misura sempre più marcata, anno dopo anno. Esso non è un fenomeno specifico a determinati Paesi anche se invero si diffonde con tassi di variazioni percentuali differenti tra loro.

Infatti nei Paesi orientati al mercato dei capitali (sistema anglosassone) la percentuale di imprese Zero-Leverage è più elevata se confrontata alla percentuale di imprese Zero-Leverage registrata nei Paesi orientati al mercato finanziario (sistema continentale).

Si può affermare con ragionevole sicurezza che il fenomeno dello Zero Leverage non si concentra in specifici settori industriali, anche se in determinati settori la percentuale di crescita è maggiormente significativa. In tali settori le eventuali instabilità finanziarie possono influenzare negativamente le scelte di investimento delle imprese all'interno del proprio

business o in misura ancor più invasiva, limitare l'investimento stesso. Per tale motivo il management preferisce mantenere una flessibilità finanziaria attraverso l'utilizzo di una politica Zero-Leverage che permetta di non avere vincoli finanziari nel momento in cui l'impresa si trova ad affrontare periodi di congiuntura economica o più semplicemente nel caso in cui deve intraprendere nuove strategie di investimento.

Le imprese Zero-Leverage preferiscono privilegiare come fonte di finanziamento l'equity piuttosto che il debito finanziario per diverse ragioni (ad esempio mancanza di fiducia nel sistema bancario in seguito alla crisi del 2012), alcune delle quali si scontrano anche con le principali teorie che di contro affermano che la struttura ottimale delle fonti di finanziamento di un'impresa si basa sulla presenza di debito finanziario. Le imprese Zero-Leverage spesso presentano redditività superiori rispetto alle imprese Leverage e una maggiore liquidità da utilizzare negli investimenti futuri. Infine le imprese Zero-Leverage presentano anche una maggiore stabilità finanziarie e patrimoniale. Tali risultati non sono univoci a tutte le imprese a Zero-Leverage, infatti abbiamo riscontrato per un piccolo campione di imprese che non utilizzano la leva finanziaria non per una libera scelta, ma per il fatto che non hanno le garanzie e le capacità necessarie per accedere al debito finanziario, perciò in tale situazione la scelta di utilizzare una politica a Zero-Leverage è l'unica strada percorribile.

Tali società inoltre sono solitamente di piccole dimensioni e presentano redditività negative anche se costituiscono solo una piccola parte (outliers) del nostro campione di imprese a Zero-Leverage.

Le imprese Zero-Leverage non costituiscono più un fenomeno isolato: numerose sono le risposte e le giustificazioni che sono state contrapposte a tale fenomeno, anche se i punti da sciogliere sono ancora tanti.

Lo scopo di questo elaborato era quello di esporre il fenomeno dello Zero-Leverage perseguito da alcune imprese, nei risultati della nostra analisi non abbiamo riscontrato determinanti che spiegassero tale fenomeno, ma sempre e solo correlazioni e probabilità di essere "ZL" o "L" sulla base di dati dei parametri di bilancio o descrittivi.

Una cosa è certa: le imprese Zero-Leverage costituiscono una crescente realtà del sistema economico, che introduce un modo di operare sul mercato differente rispetto ai competitor e aprono quindi la strada a nuovi filoni di ricerca in dottrina, necessari per perfezionare ed adeguare ai nostri tempi quegli studi sulla struttura ottimale delle fonti di finanziamento delle imprese.



## RIFERIMENTI

### Bibliografia

Abel, e Eberly. «Optimal inattention to the stock market with information costs and transactions costs.» 2002.

Akerlof. «The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism.» *Journal of Economics*, 89 , 1970.

Allen, e Gale. «Optimal currency crises.» *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. Vol. 53. No. 1, 2000.

Almeida, H. and Campello, M. «Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment.» *Review of Financial Studies*, 2007: Vol. 20, pp. 1429-60.

Altman, Edward. «A further investigation of the bankruptcy cost question,» *Journal of Finance* 39, 1984: 1067-1089.

Bamber, D. *The area above the Ordinal Dominance Graph and the Area below the receiver Operating Charatrestic* . 1975.

Barber, B.M. and Lyon, J.D. «Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics.» *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, 1997.

Barclay, M.J. and Smith, C.W. «The capital structure puzzle: another look at the evidence.» *Journal of Applied Corporate Finance*, 1999: Vol. 12, pp. 8-2.

Barclay, M.J., Smith, C.W. and Watts, R.L. «The determinants of corporate leverage and dividend policies.» *Journal of Applied Corporate Finance*, 1995: Vol. 7, pp. 4-19.

Baskin, J. «An empirical examination of the pecking order hypothesis.» *Financial Managment*, 1989.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt and R. Levine. «A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector.» *World Bank Economic Review*, 2000: vol.14, pp. 597-605.

Bessler, e et al. «Information asymmetry and financing decisions.» *International Review of Finance* 11.1: 123-154. 2011.

Bianco, Giacomelli, e Rossi. *L'impresa familiare: un'anomalia italiana?* il Mulino, 2012.

- Bolton, P. and X. Freixas. «Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information» *Journal of Political Economy* , 2000: 108, 324-351.
- Bond, Stephen, e Costas Meghir. «Dynamic investment models and the firm's financial policy.» *The Review of Economic Studies* 61.2, 1994.
- Booth, L., V. Aivazian, A. Demirgüç-Kunt and V. Maksimovic. «Capital structure in developing countries.» 2001, *Journal of Finance* : 56, pp. 87-130.
- Borgini, Paola, Maria Luisa Di Battista, Nieri. Laura, e Arturo Portarniello. *Il sistema finanziario*. Mulino, 2004.
- Bottarelli, e Parodi. *un approccio per la valutazione della validità dei test stistici: le curve ROC (receivin operatin charateristic*. 2003.
- Brealey, R.A., S.C. Myes, F. Allen, e S. Sandri. *Principi di Finanza Aziendale*. Milan: McGraw-Hill, 2007.
- Brealey, Richard, Hayne E. Leland, e David H. Pyle. «Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation» *The journal of Finance* 32.2, 1977: 371-387.
- Buffett, W. *Berkshire Hathaway Annual Report*. working papers, Omaha, NE.: Berkshire Hathaway, 1987.
- Byoun, S. «*Why do some firms go debt free?*» . working paper, Waco, TX: Hankamer School of Business, Baylor University, 2006.
- Byoun, S., «Financial flexibility and capital structure decision,» Working Paper, Baylor University, 2011.
- Byoun, S., W. T. Moore and Z. Xu. «Why Do Some Firms Become Debt-Free?» Working Paper, Baylor University, 2008.
- Carhart, M.M. «On persistence mutual fund performance» *Journal of Finance*, 1997: Vol. 52 pp 57-82.
- Cesarini, F. «Il rapporto banca-impresaworkshop Impresa, risparmio eintermediazione finanziaria: aspetti economici e profili giuridici» Trieste, 2003.
- Colli, A. *I voti di Proteo: storia della piccola impresa in Italia nel Novecento*. Torino, 2002.
- Corbetta, G. *Le medie imprese*. Milano: Egea, 2000.

- Dalocchio, e A.Salvi. *Finanza d'azienda*. Egea, 2004.
- Dammon, Robert M., e Lemma W. Senbet. «The effect of taxes and depreciation on corporate investment and financial leverage» *The journal of finance* 43.2, 1988: 357-373.
- Dang, e Viet Anh. «An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK.» *International Review of Financial Analysis* 30, 2013: 189-202.
- Dang, V. A.,. «An Empirical Analysis of Zero-Leverage and Ultra-Low Leverage Firms: Some U.K. Evidence.» Working Paper, Manchester Business School, 2009.
- De Cecco, M. «Sulla convergenza dei sistemi finanziari» in *Bellanca N., Dardi M. e T. Raffaelli, Economia senza gabbie. Studi in onore di Giacomo Becattini, Bologna, il Mulino, 2004.*
- Dean, Joel. «Managerial Economics, Prentice Hall, Englewood Cliffs» 1951.
- DeAngelo, Harry, e Ronald W. Masulis. «Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation.» *The Journal of Finance* 35.2, 1980: 453-464.
- Demirguc-Kunt, A. and V. Maksimovic. «Institutions, Financial Markets, and Firms Debt Maturity» *Journal of Financial Economics*, 1999 : 54, 295-336.
- Denis, D.J. and I. Osobov. «Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy» *Journal of Financial Economics* , 2008: 89, 62-82.
- Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M. and Krishnamurthy, S. *Why are firms unlevered?* working papers, (Devos),: University of Texas Binghamton University, 2010.
- Devos, E., U. Dhillon, M. Jagannathan and M. Krishnamurthy. «Does Managerial Entrenchment Explain the “Low Leverage” Puzzle? Evidence from Zero-Debt Firms and Debt Initiations» Working Paper, University of Texas, 2008.
- Di Majo, Antonio, Maria Grazia Paziienza, e Barbara Triberti. *Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano*. Disefin, 2005.
- Drobtz, W., M. Grüninger, and S. Hirschvogl. «Information Asymmetry and the Value of Cash» *Journal of Banking and Finance*, 2010: 34, 2168-2184.
- Fama, E. and French, K. «Common risk factors in the returns on stocks and bonds» *Journal of Financial Economics*, 1993: Vol. 33, pp. 3-56.

- Fan, J. P. H., S. Titman, and G. Twite. *An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices, Working Paper, t.* Hong Kong School of Business and Management, 2010.
- Faulkender, M. and M. A. Petersen. «Does the Source of Capital Affect Capital Structure?» *Review of Financial Studies* , 2006: 19, 45-79.
- Fazzari, Steven M, e et al. «Financing constraints and corporate investment.» *Brookings papers on economic activity 1988.1*, 1988: 141-206.
- Frank, e Goyal. «Capital structure decisions: which factors are reliably important?» *Financial Management*. 2009.
- Frank, M. and V. Goyal. «Trade-off and pecking order theories of debt, in E. Eckbo (ed.)» In *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* , Vol.2. Amsterdam: Elsevier, 2008.
- Frank, Murray Z., e K. Vidhan Goyal. «Testing the pecking order theory of capital structure.» *Journal of financial economics 67.2*: 217-248. 2003.
- Frank, Murray Z., e Vidhan K. Goyal. «Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt financing.» 2008. [www.tc.umn.edu/~murra280/WorkingPapers/Survey.pdf](http://www.tc.umn.edu/~murra280/WorkingPapers/Survey.pdf).
- G. Beccatini, M. Bellandi. , *Forti pigmei e deboli Vatussi. Considerazioni sull'industria italiana*. Economia italiana, 2002.
- Goldstein, Robert, Nengjiu ju, e Hayne Leland. «An EBIT-based model of dynamic capital structure.» *The Journal of Business 74.4*: 483-512. 2001.
- Gomes. « Financing investment.» *American Economic Review 91*, 2001.
- Graham, B., e D.L. Dodd. *Security Analysis, 3rd ed.* . New York: McGraw-Hill, 1951.
- Graham, e Harvey. «Entrepreneurship, Governance and Ethics.» 2001.
- Graham, J.R. «How big are the tax benefits of debt?» *Journal of Finance*, 2000: Vol. 55, pp.1901-41.
- Guidi, Flavio. *Figli, capitale in azienda. Lo sviluppo generazionale aziendale attraverso la consulenza*. FrancoAngeli, 2005.
- Guthmann, H. G., e H. E Dougall. *Corporate Financial Policy, 3th ed.* New York: Prentice-Hall, 1955.

- Hahn, J. and Lee, H. «Financial constraints, debt capacity, and the cross-section of stock returns.» *Journal of Finance*, 2009: Vol. 64, pp. 891-921.
- Harford, J., K. Li, and X. Zhao. « Corporate Boards and the Leverage and Debt Maturity Choices.» Working paper, University of Washington, 2006.
- Harhoff, Dietmar, e Timm Körting. « Lending relationships in Germany–Empirical evidence from survey data.» *Journal of Banking & Finance* 22.10, 1998.
- Harris, M. and Raviv, A. «The theory of capital structure.» *Journal of Finance*, 1991: Vol.46, pp. 297-355.
- Hennessy, C. A. and T. M. Whited. « Debt dynamics .» *Journal of Finance* , 2005: 60, 1129-1165.
- Hongbok Lee, Gisung Moon. «The long-run equity performance of Zero-Leverage firms.» *Managerial Finance*, 2011: Vol. 37, pp 872-889.
- Hubbard, R. G. «Capital-market imperfections and investment.» *Journal of Economic Literature*, XXXVI, 1998.
- Jensen, Michael C. «The takeover controversy: Analysis and evidence.» *Midland Corporate Finance Journal* 4.2, 1986.
- Jensen, Michael C., e William H. Meckling. «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure.» *Journal of Financial Economics* 3, 1976: 305-360.
- Kane, e Marcus. «How big is the tax advantage to debt?» *The Journal of Finance* 39.3, 1984.
- Kaplan, S.N., e L. Zingales. «Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints.» *Quarterly Journal of Economics* 112, 1997: 169-215.
- Kester, C.W. «Capital and ownership structure: a comparison of United States and Japanese manufacturing corporations.» *Financial Management*, 1986: Vol. 15, pp. 17-24.
- Leland, H. and D. Pyle. « Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation.» *Journal of Finance* , 1977: 32, 371-387 .
- Leland, H. E. « Corporate Debt Value, Bond Covenants and Optimal Capital Structure .» *Journal of Finance*, 1994: 49, 1213-1252.
- Lemmon, M. L. and J. F. Zender. « Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories.» *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 2010: 45, 1161-1187.

- Lemmon, M.L., Roberts, M.R. and Zender, J.F. «Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure.» *Journal of Finance*, 2008: Vol. 63, pp. 1575-608.
- Lynch, P. *One Up on Wall Street*. New York, NY.: Simon & Schuster, 2000.
- Masulis, R.W. *The Debt/Equity* . New York, NY: Choice, Ballinger, 1988.
- McClure, K. G., R. Clayton and R. A. Hofler. «International capital structure differences among the G7 nations: a current empirical view.» *European Journal of Finance* , 1999 : 5, 141-164.
- Mikkelson, W.H. and Partch, M.M. «Do persistent large cash reserves hinder performance?» *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2003: Vol. 38, pp. 275-94.
- Miller, Merton H. «Debt and taxes.» *the Journal of Finance* 32.2, 1977: 261-275.
- Minton, B. A. and K. H. Wruck. «Financial Conservatism: Evidence on Capital Structure from Low Leverage Firms.» Working Paper, Ohio State University, 2001.
- Minton, B.A. and Wruck, K.H. *Financial conservatism: evidence on capital structure from low leverage firms*. working paper, Columbus, OH: Fisher College of Business The Ohio State University, 2001.
- Mitchell, M.L. and Stafford, E. «Managerial decisions and long-term stock price performance.» *Journal of Business* (performance", *Journal of Business*, Vol. 73, pp. 287-329.), 2000: Vol. 73, pp. 287-329.
- Modigliani, Franco, e Merton H Miller. «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment.» *The American economic review* 48.3 . 1958.
- Modigliani, Franco, e Merton H. Miller. «Corporate income taxes and the cost of capital: a correction.» *The American economic review* 53.3, 1963.
- Myers, e Majluf. «The capital structure puzzle.» *The journal of finance* 39.3, 1984: 574-592.
- Myers, S.C. «Still searching for optimal capital structure.» *Journal of Applied Corporate Finance*, 1993: Vol. 6, pp. 4-14.
- Myers, S.C. «Capital structure.» *Journal of Economic Perspective*, 2001: Vol. 15, pp. 81-102.
- Nickell, Stephen J. « The investment decisions of firms.» *Cambridge University Press*, 1978.
- Pinegar, M.J. and Wilbricht, L. «What managers think of capital structure theory: a survey.» *Financial Management*, 1989: Vol. 18, pp. 82-91.

- R. Fiocca, Prefazione in E. Cedrola., *Il marketing internazionale per le piccole e medie imprese*. Milano: McGraw-Hi, 2005.
- Rajan, e Zingales. «what do we know about capital structure? Some evidence from international data.» *Journal of finance*. 2005.
- Rajan, Petersen M. and R. «Does Distance Still Matter? The Information Revolution in Small Business Lending.» *Journal of Finance* , 2002: 57, 2533-2570.
- Rajan, R. G. and L. Zingales. «What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data.» *Journal of Finance* , 1995: 50, 1421-1460.
- Ross, S. « The determination of financial structure: The incentive signaling approach.» *Journal of Economics* , 1977: 8, 1–32.
- Rybczynsky. «Investment Banking: Its Evolution and Place in the System.» in *E.Gardner, P. Molineux, Investment Banking, Theory and Practice, London, Euromoney*, 1996.
- Schiantarelli, Fabio. «Critical Review of Methodological Issues.» 1995.
- Shyam-Sunder, Lakshmi, e Stewart C. Myers. «Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure.» *Journal of financial economics* 51.2: 219-244. 1999.
- Smith, C.W. and Watts, R.L. «The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies.» *Journal of Financial Economics*, 1992: Vol. 32, pp. 263-92.
- Strebulaev, I.A. and Yang, B. *The mystery of zero-leverage firms*. working paper, Stanford, CA: Graduate School of Business, Stanford University, 2006, working paper.
- Strebulaev, Ilya A., e Baozhong Yangc. «The mystery of Zero-Leverage firms.» March 2012.
- Taggart, R.A. Jr. «Secular patterns in the financing of US corporations.» In *Corporate Capital Structures in the United States*, di B. Friedman, pp. 13-80. University of Chicago Press Chicago, IL, 1985.
- Tirole, J. «The Theory of Corporate Finance. .» *Princeton University Press, Princeton*. 2006.
- Titman, e Wessel. «The determinants of capital structure choice.» *Journal of finance*. 1998.
- Wald, J.K. «How firm characteristics affect capital structure: an international comparisons.» *Journal of Financial Research*, 1999: Vol. 22, pp. 161-87.

Warner. «Bankruptcy, absolute priority, and the pricing of risky debt claims.» *Journal of Financial Economics* 4, 1977: 239-276.

White, H. «A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity.» *Econometrica*, 1980: Vol. 48, pp. 817-38.

Wolfgang, Bessler. «The international Zero-Leverage Phenomen .» January 2012.

Zweing, e Campbell. «Receiver Operating characteristic (ROC).» 2003.

## **Sitografia**

<http://www.bancaditalia.it>

<http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche.htm>

[http://www.politichecomunitarie.it/file\\_download/1570](http://www.politichecomunitarie.it/file_download/1570)

### **Riferimenti Normativi.**

Decreto Legge n. 1 del 24 gennaio 2012

Decreto del 18 Aprile 2005 (Pubblicato in G.U. n° 238 del 12 ottobre 200)

Decreto legislativo 17 gennaio 2003 n. 5 e 6

Raccomandazione 2003/361/CE