

Aziende di servizi e servizi per le aziende

La ricerca di un percorso di sviluppo sostenibile per superare la crisi

a cura di

Giuseppe Catturi e Gianfranco Cavazzoni

CAVAZZONI
CATTURI

Aziende di servizi e servizi per le aziende

La ricerca di un percorso di sviluppo
sostenibile per superare la crisi

a cura di

Giuseppe Catturi e Gianfranco Cavazzoni

I «servizi»: quell'attività economica, il settore terziario, che si sostanzia nella produzione e fornitura di beni immateriali alle imprese, alle famiglie, alle persone, e che conosce uno sviluppo parallelo al progresso scientifico e tecnologico della società. Dal terziario tradizionale – i servizi della pubblica amministrazione, il commercio, i servizi alle persone – si è passati al terziario moderno – i servizi assicurativi, bancari, finanziari, culturali – e, quindi, al terziario avanzato che comprende i servizi informativi, di consulenza, e prestazioni sempre più sofisticate e complesse, e sempre più vitali per le aziende. Pertanto l'accentuarsi della competizione da parte dei paesi emergenti, la progressiva dematerializzazione dei fattori produttivi, maggiormente strategici, la centralità del capitale umano nei processi di creazione del valore, l'allargamento dei perimetri aziendali sono alcuni degli elementi che hanno reso cruciale l'argomento dei «servizi» nelle dinamiche di sopravvivenza e di sviluppo delle aziende. La crisi in atto richiede, anche e soprattutto nel mondo dei servizi, uno sforzo di creatività e di innovazione: doni, questi, conaturali allo spirito italiano. Su questi temi, sul ruolo cruciale che rivestono e rivestiranno le aziende di servizi ed i servizi per le aziende si è incentrato il Convegno AIDEA 2011, dalle cui ampie discussioni e acquisizioni origina questo volume.

Giuseppe Catturi è professore ordinario di Economia aziendale nell'Università degli Studi di Siena.

Gianfranco Cavazzoni è professore ordinario di Economia aziendale nell'Università degli Studi di Perugia.

€ 44,00

Grafica: A. Bernini

ISBN 978-88-15-24077-4



9 788815 240774

AZIENDE DI SERVIZI E SERVIZI PER LE AZIENDE



il Mulino

LA STRUTTURA DEL CAPITALE DELLE IMPRESE DI SERVIZI: PRIME EVIDENZE DA UNO STUDIO SULLE SOCIETÀ INTANGIBILE ASSET-INTENSIVE

1. Introduzione

Se da un lato, ad oggi, la teoria finanziaria ha sviluppato una serie di modelli per spiegare le scelte di finanziamento che incidono sulla struttura del capitale delle aziende, l'evidenza empirica non è sempre di facile interpretazione in quanto ha confermato soltanto una parte dei precetti teorici e una serie circoscritta di fatti stilizzati ricorrenti, è per lo più riferita a imprese di grandi dimensioni i cui titoli sono quotati in mercati regolamentati, ed è generalmente e prevalentemente confinata all'esperienza statunitense e inglese. Ad oggi gli studi empirici hanno attribuito valenza applicativa soltanto ad una parte modesta delle diverse e numerose variabili che la teoria suggerisce essere determinanti nelle scelte di finanziamento; in realtà sono stati identificati soltanto pochi principi veramente generali. In ogni caso sono scarsi i contributi di ricerca che hanno verificato se le prescrizioni teoriche e le regolarità empiriche riscontrate sono applicabili anche alle aziende di minori dimensioni, e se una determinata struttura del capitale di queste imprese sia conseguenza di scelte di finanziamento razionali e programmate secondo criteri di efficienza ed efficacia, oppure derivi da un processo di selezione quasi casuale, non strutturato.

Questo lavoro si propone pertanto di studiare le scelte atte a incidere sulla struttura del capitale delle aziende di medio-piccole dimensioni del settore dei servizi, per cercare di creare, attraverso l'applicazione ad un caso italiano, un collegamento tra la teoria prevalente e l'evidenza empirica osservata. Le aziende di servizi offrono l'opportunità di controllare per alcune interessanti

proaches to Managing Headquarters-Subsidiary Relations in MNCs, in «Strategic Management Journal», 15.

Grant, R.
1991 *The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation*, in «California Management Review», 15.

Hammer, M. e Champy, J.
2003 *Reengineering the Corporation: A Manifesto for Business Revolution*, New York, Harper Business.

Lu, J.W. e Beamish, P.W.
2001 *The Internationalization and Performance of Sme*, in «Strategic Management Journal», 22, 6-7.

2004 *International Diversification and Firm Performance: The S-Curve Hypothesis*, in «Academy of Management Journal», 47, 4.

Mediobanca
2010 *Indagine sui fondi e Sicav italiani (1984-2009)*, dicembre, www.mbres.it.

O'Donnell, S.
2000 *Managing Foreign Subsidiary: Agents of Headquarters or an Interdependent Network?*, in «Strategic Management Journal», 21.

Onado, M. (a cura di)
2004 *Il risparmio gestito. Strategie, organizzazione e performance in Italia*, Roma, Bancaria Editrice.

Porter, M.E.
1990 *The Competitive Advantage of Nations*, in «Harvard Business Review», 68.

Prahalad, C.K. e Doz, Y.
1987 *The Multinational Mission: Balancing Local Demand and Global Vision*, New York, Free Press.

Venak, S., Midgeley, D.F. e Deviney, T.M.

2004 *A New Perspective on the Integration Responsiveness Pressures Confronting Multinational Firms*, in «Management International Review», 44.

Zott, C., Amft, R. e Massa, L.
2010 *The Business Model: Theoretical Roots, Recent Developments and Future Research*, Iese Business School Working Paper WP-862, June.

caratteristiche *firm-specific* e *industry-specific*, in quanto il settore dei servizi è tipicamente un importante utilizzatore finale dell'output della ricerca e sviluppo e del processo di innovazione; in questo modo si cercherà di verificare se e come una determinata struttura dell'attivo in termini di intensità di capitale intangibile, abbia una qualche influenza sulle scelte di struttura del capitale; in linea teorica, le caratteristiche quali l'immaterialità, la scarsa alienabilità, la rischiosità intrinseca e gli ingenti *sunk cost* che caratterizzano l'investimento nella maggior parte degli *intangibles* tendono a far aumentare i potenziali costi che l'azienda potrebbe dover soffrire in caso di *default*, e quindi ci si aspetta una correlazione negativa tra *leverage* e intensità di *intangibles*.

2. Il quadro teorico di riferimento e i principali risultati empirici in materia di piccole e medie imprese

Nell'ambito degli studi di matrice teorica è possibile categorizzare¹ in quattro approcci fondamentali le teorie che sono state sviluppate per dare conto della struttura del capitale delle imprese e della sua evoluzione nel tempo; la teoria tradizionale o *Static Tradeoff Theory* (Stoic)², la *Pecking Order Theory* (Pot) [Donaldson 1961; Myers e Majluf 1984; Myers 1984], la *Dynamic Tradeoff Theory* (Drot) [Fischer, Heinkel e Zechner 1989; Leland

¹ Non sono presi in considerazione i contributi di ricerca che hanno minor rilevanza per lo studio della struttura del capitale delle piccole e medie imprese per l'evidente mancanza del mercato dei capitali per le Pmi di servizi; ad esempio la *Signalling Theory* [Ross 1977; Klein, O'Brien e Peters 2002; Chen 2004], e la teoria del *Market Timing* [Baker e Wurgler 2002; Brealey, Hodges e Capron 1976; Marsh 1982; Korajczyk, Lucas e McDonald 1991].

² Tra i principali contributi di questo progetto di ricerca annoverano Modigliani e Miller [1958, 1963]; Stiglitz [1972]; Jensen e Meckling [1976]; Myers [1977]; DeAngelo e Masulis [1980]; Titman [1984]; Bradley, Jarrel e Kim [1984]; Jensen [1986]; Diamond [1989]; Shulz [1990]; Harris e Raviv [1991]; Chang [1999]; Frydenberg [2004].

1994; 1998], e la *Free Cash Flow Theory* (Fctf)³. In linea generale, ognuno di questi contributi teorici si è dimostrato in grado di fornire una interpretazione soltanto parziale del variegato e complesso meccanismo di selezione delle fonti di finanziamento delle imprese.

Per quanto riguarda l'approccio tradizionale, a supporto della Stot e della Drot, recenti evidenze empiriche sembrano indicare che le imprese tendono ad agire come se avessero fissato un determinato livello di indebitamento *target* e che cerchino di raggiungerlo progressivamente nel tempo [Hovakimian, Hovakimian e Tehranian 2004; Flannery e Rangan 2008].

Sempre in coerenza con quanto previsto dalla *Static Tradeoff Theory* [Deesomsak, Paudyal e Pescetto 2004] derivano una forte correlazione tra il *leverage* delle aziende asiatiche e australiane e le variabili descrittive considerate: dimensione aziendale, *non-debt tax shield*, liquidità e *performance* dei prezzi azionari.

Per quanto attiene al secondo filone di ricerca, evidenze a supporto della *Pecking Order Theory* sono fornite da altri autori [Fattouh, Scaramozzino e Harris 2005] che dimostrano come le variabili a controllo degli effetti da asimmetrie informative, dimensioni aziendali, struttura dell'attivo (beni materiali), profittabilità, *non-debt tax shield*, sono correlate sistematicamente e significativamente con la struttura del capitale.

Altri autori evidenziano che in presenza di asimmetrie informative, nel caso di aziende condotte dai proprietari, i manager tendono a massimizzare il valore del proprio attuale investimento a discapito dei potenziali nuovi investitori [Watson e Wilson 2002]; se l'azienda detiene buone prospettive di investimento, eviterà di emettere nuovi titoli di capitale, per evitare di dover dividere gli utili con i nuovi soci. Nelle medio-piccole imprese di servizi questo effetto può essere rilevante anche in considerazione del semplificato regime di *disclosure* cui sono soggette che

³ Sviluppata inizialmente da Jensen [1986]. Si veda anche DeAngelo e DeAngelo [2006].

rende molto probabili e significative tali asimmetrie informative.

Nel solco della Fcft, DeAngelo e DeAngelo [2006] ritengono che un elevato livello di indebitamento impone attenzione alla liquidità e quindi stempera i problemi di agenzia, ma al contempo riduce la flessibilità del passivo per successive future operazioni di finanziamento tramite debito⁴.

Gli studi empirici che hanno tentato di dare conto della struttura del capitale delle imprese di minori dimensioni, ancorché ancora poco numerosi, ripropongono uno scenario variegato e complesso simile a quello delle società quotate; sono state rilevate alcune regolarità ma spesso di più difficile e controversa interpretazione. Ad esempio, per Michaelas, Chittenden e Poutziouris [1999] le imprese minori sono molto meno propense ad utilizzare gli strumenti di debito rispetto a quelli di capitale proprio, in quanto hanno generalmente minori capacità di creare profitti, e sono caratterizzate da un rischio operativo più elevato e quindi risultano esposte ad un maggiore rischio di default e a conseguenti costi di fallimento proporzionalmente elevati; queste qualità rendono costoso (direttamente e indirettamente) il ricorso a fonti esterne che risultano conseguentemente meno utilizzate. Le piccole imprese poco redditizie tendono a sfruttare i vantaggi fiscali (*tax shields*) meno di quelle grandi; ancora Michaelas, Chittenden e Poutziouris [*ibidem*] evidenziano che le piccole imprese dotate di attività fisse di valore stabile e rilevante e che possono essere costituite a garanzia collaterale di una obbligazione, hanno un accesso facilitato al finanziamento esterno.

Le analisi che hanno messo in relazione la dotazione di risorse materiali e i costi di default ottengono una re-

⁴ La possibilità di mitigare i problemi di monitoraggio e agenzia vale anche per le imprese minori, ma con costi maggiori perché le imprese più piccole hanno generalmente un sistema di *disclosure* obbligatoria più semplificato di quelle grandi e quindi il monitoraggio potrebbe risultare difficile, poco efficace e tradursi in costi più elevati.

lazione positiva tra *leverage* e grado di tangibilità dell'attivo, proprio perché gli *asset* materiali possono essere utilizzati come garanzia per ridurre gli effetti del maggior rischio di default. Sempre in tema delle medio-piccole aziende, Esperanca, Gama e Gulamhussen [2003] rilevano che a fronte della maggiore probabilità di fallimento che affligge le piccole e medie imprese, i soggetti finanziatori richiedono compensazioni maggiori rispetto alle grandi imprese e quindi prospettano alle Pmi un costo del capitale maggiore rispetto a quello cui hanno accesso le aziende di maggiori dimensioni (questa circostanza a sua volta aumenta la probabilità di insuccesso delle Pmi); Brav [2009] rileva che il grado di sensibilità del rapporto di indebitamento rispetto la composizione dell'attivo immobilizzato (materiale/immateriale) è maggiore per le imprese di minori dimensioni rispetto a quelle più grandi che possono ricorrere al pubblico attraverso il mercato dei capitali.

Vos, Yeh, Cater e Tagg [2007] conducono un'analisi del mercato statunitense e del Regno Unito e ottengono risultati diversi, che sembrano indicare che le piccole aziende condotte da gestori-proprietari dotati di buona preparazione scolastica, e meno giovani, sembrano esser meno propense a finanziarsi con risorse esterne, mentre le aziende gestite da proprietari più giovani e con minore preparazione scolastica e accademica, ricorrono con maggiore probabilità ai fonti finanziarie esterne; rilevano inoltre che le aziende che crescono più in fretta sono più propense ad impiegare strumenti di debito rispetto a quelle che crescono meno.

Coerentemente con la Pot, le piccole aziende tendono a mantenere un contenuto rapporto di indebitamento se le risorse interne si dimostrano adeguate rispetto le esigenze di finanziamento dell'impresa; per Vos e Shen [2007] questo comportamento evidenzia una certa avversione al rischio finanziario che induce a perseguire obiettivi di sicurezza finanziaria (e quindi mantenere un basso livello di *leverage*). In questi termini sembrerebbe che le medio-piccole imprese seguano dei modelli di scelta de-

gli strumenti di finanziamento diversi da quelli che ci si aspetterebbe da operatori «razionali» in un contesto rischio-rendimento, e che i classici indicatori finanziari (crescita, tassi di rendimento, margini di profitto, liquidità, ecc.) non rappresentano le variabili realmente determinanti in questo tipo di scelte, dove sembrano invece prevalere i rapporti con gli *stakeholder* e la rete di relazioni con il sistema e l'ambiente [Vos et al. 2007].

3. La specificazione del modello e il campione statistico utilizzato

3.1. Il modello

Il modello utilizzato nel presente studio si propone di descrivere il meccanismo di scelta degli strumenti di finanziamento adottati dalle imprese di medio-piccole dimensioni, nel momento in cui queste necessitano di nuove risorse finanziarie; vengono prese in considerazione quelle situazioni in cui le imprese italiane ricorrono a strumenti non di breve termine e quindi ci si concentra sulla scelta tra emissione di nuove azioni e ricorso a capitale di debito di medio-lunga scadenza. La struttura del capitale è evidentemente più complessa e può risultare determinata anche da altri elementi, sia di breve sia di lungo termine, ma si è ritenuto opportuno circoscrivere l'attenzione a questi due strumenti per tentare di isolare le caratteristiche aziendali peculiari e distintive maggiormente sensibili a fonti finanziarie il più possibile diverse tra loro⁵.

Il modello si propone innanzitutto di verificare la coerenza di comportamento delle imprese italiane del set-

⁵ Questa formalizzazione, ancorché semplicistica, è strumentale all'esigenza di voler discriminare quelle aziende che in un preciso istante e con specifiche caratteristiche decidono di ricorrere ad una determinata fonte di finanziamento (capitale proprio ad esempio), da quelle che invece ricorrono ad una opzione di finanziamento diversa (debito appunto).

tore dei servizi con la *Static Tradeoff Theory*, appurando quindi se esiste un livello ottimale, di equilibrio o *target*, della variabile *leverage*; un'impresa che necessita di nuovi fondi emetterà *equity* se l'attuale *leverage* è superiore al livello *target*, mentre ricorrerà al debito se il livello attuale del *leverage* è al di sotto di quello ottimale; questa formalizzazione prevede che se le aziende dimostrano in effetti di avere un livello di *leverage* di equilibrio di lungo periodo, tenderanno a pianificare le operazioni di finanziamento con l'obiettivo di minimizzare sia gli oneri cumulativi legati alle operazioni di finanziamento sia i costi che incorrono per mantenersi ad un livello di *leverage* non ottimale.

Si assume quindi che la struttura del capitale osservata è funzione di un insieme definito di variabili specifiche caratterizzanti; prima tra tutte la differenza tra il livello ottimale e quello attuale di *leverage*. Poiché il rapporto di equilibrio non è direttamente osservabile ci si rifà a quelle variabili che la teoria e le precedenti applicazioni empiriche suggeriscono possano essere rilevanti per le piccole-medie imprese di servizi: le dimensioni aziendali, la composizione delle attività, il rischio di default, la variabile fiscale, e il tasso di crescita aziendale. Oltre a queste variabili descrittive del *target leverage*, il modello è stato esteso per testare se anche altre caratteristiche aziendali influenzano in qualche modo la scelta finale di finanziamento; la liquidità, la profittabilità, la posizione finanziaria e l'età dell'azienda.

La scelta dello strumento di finanziamento adottato dall'azienda *i* in un determinato momento storico, è una funzione della differenza tra il livello di *leverage target* che indicheremo con L^* , e quello attuale, indicato con L_i : la probabilità che l'azienda *i* effettuerà al tempo *t* una emissione di *capitale azionario*, posto che effettuerà una operazione di finanziamento, si può scrivere come⁶:

$$[1] \quad \Pr(Z_{it} = 1) = \Pr(L_{it}^* - L_{it} < 0),$$

⁶ La formalizzazione proposta è un adattamento da Marsh [1982].

in cui $\Pr(Z_{it} = 1)$ rappresenta la probabilità del ricorso ad una emissione di capitale proprio. Poiché, come detto, L_{it}^* non è direttamente osservabile, è necessario rifarsi alle sue probabili variabili descrittive e quindi ipotizzare un modello in forma di:

$$[2] \quad (L_{it}^* - L_{it}) = B'x_{it} + \epsilon_{it},$$

in cui x_{it} è il vettore contenente le variabili esplicative indipendenti che si ritengono influenzare a vario titolo la probabilità che l'azienda effettui un aumento di capitale, B' è il vettore dei coefficienti corrispondenti alle variabili indipendenti, e ϵ_{it} è una componente non sistematica che rappresenta il termine di errore stocastico (residuo).

Il dato ricercato pertanto è il valore del vettore degli stimatori di massima verosimiglianza, B' , del vettore dei coefficienti B' , che può essere ottenuto utilizzando un modello di regressione logistico, Logit, che trova proficua applicazione nei casi, come questo, di risposta binaria, in cui si osserva la realizzazione di variabili discrete⁷.

3.2. Il campione e il data set utilizzato

I dati utilizzati nel presente lavoro sono ottenuti tramite la banca dati Aida-Bureau Van Dijk; al fine di isolare le caratteristiche aziendali specifiche che hanno determinato la scelta di una determinata opzione di finanziamento, ci si è esclusivamente concentrati su imprese appartenenti al settore dei servizi. Questo settore poi, in quanto utilizzatore finale dell'output dell'investimento in R&S e del processo innovativo, dovrebbe incorporare le caratteristiche delle aziende che rispecchiano più da vicino l'attuale modello economico di impresa dell'economia della conoscenza sempre più de-materializzata, e i

⁷ Il modello Logit permette di quantificare la relazione tra le specifiche caratteristiche aziendali selezionate e la probabilità di scelta di una determinata opzione di finanziamento.

cui meccanismi di creazione di ricchezza si fondano sullo sfruttamento di risorse immateriali.

Per costruire il campione sono state selezionate tutte le società di medio-piccole dimensioni, ad esclusione delle società bancarie e finanziarie, e delle *holding* finanziarie pure; sono state estratte le aziende che nel decennio dal 1999 al 2009 hanno effettuato un'operazione di finanziamento a medio lungo termine, utilizzando aumenti di capitale e debito (obbligazioni e finanziamenti bancari). Così procedendo sono state selezionate 104 imprese⁸; per ogni società è stato poi calcolato il valore assunto da ciascuna variabile indipendente al momento dell'effettuazione della scelta di finanziamento. In sintesi, è stato costruito un *panel* composto da 1.664 osservazioni relative a 104 aziende italiane aventi le seguenti caratteristiche:

1. appartenenza al settore dei servizi;
2. dimensioni medio-piccole, quindi con ricavi delle vendite e delle prestazioni non superiori a 50 milioni di euro, e che non occupano in media più di 250 dipendenti; sono state escluse le micro imprese (i ricavi devono essere superiori, per tutti i 10 anni, a 5 milioni di euro);
3. hanno perfezionato nel decennio 1999-2009 una operazione di finanziamento esclusivamente mediante le seguenti opzioni:
 - utilizzando strumenti di patrimonio netto, attuando un aumento di capitale a pagamento, o un aumento di riserve di capitale proprio (no versamenti a copertura perdite);
 - utilizzando strumenti di debito a medio-lungo termine: emissione di prestito obbligazionario (non convertibile) o stipulando un contratto di finanziamento (mutuo)⁹;

⁸ Sono state eliminate le imprese per le quali non risultava disponibile una completa storia contabile che permettesse di calcolare il valore di ciascuna delle variabili indipendenti del modello all'esatto momento di effettuazione dell'operazione.

⁹ È stato verificato il mantenimento del debito tra le poste di bilancio con scadenza oltre i 12 mesi, anche per gli anni successivi all'operazione di finanziamento.

4. l'importo dell'operazione di finanziamento è non inferiore a 200.000 euro;

5. esiste una serie completa di dati e informazioni contabili e finanziarie ufficiali per il decennio 1999-2009.

4. Le variabili esplicative indipendenti

Le variabili esplicative utilizzate nel presente lavoro possono essere raccolte in quattro categorie: il primo gruppo comprende le variabili atte a misurare gli scostamenti dai livelli di indebitamento ottimale. Nella stima, per determinare gli scostamenti dal livello di debito di equilibrio, sono state utilizzate delle medie semplici del rapporto di indebitamento, calcolate su 10 anni. Il secondo gruppo comprende un set di variabili che tendono ad agire come *proxy* del *target leverage*; queste variabili sono la dimensione aziendale, il rischio, la struttura delle attività. Il terzo gruppo comprende variabili che la teoria e le precedenti applicazioni empiriche sembrano suggerire essere rilevanti; il modello è stato quindi esteso per accogliere variabili che descrivono la liquidità aziendale. Infine, il quarto gruppo di variabili è stato inserito per verificare se esistono ulteriori elementi che influenzano a vario titolo le scelte di struttura del capitale delle imprese italiane del settore dei servizi; la capacità reddituale dell'azienda, l'età, il tasso di crescita, la velocità di rotazione del capitale, il tasso di reinvestimento, la posizione finanziaria netta.

1. *Scostamenti dal «target leverage».* La variabile di interesse è il rapporto di indebitamento, il *leverage*, determinato rapportando il valore di bilancio delle passività consolidate al valore contabile del patrimonio netto. La variabile che misura lo scostamento è definita in termini di differenza tra il *leverage target* e il *leverage attuale*¹⁰.

¹⁰ Studi precedenti [Marsh 1982] hanno provato ad inserire nel modello statistico le due variabili in forma autonoma e separata ma

2. *Proxy del «target leverage».* Poiché le medie storiche su dieci anni rappresentano degli indicatori molto semplici, sono state introdotte le seguenti tre variabili determinanti la struttura del capitale.

a) *La dimensione aziendale:* in generale dovrebbe sussistere una relazione positiva tra il rapporto di indebitamento e le dimensioni aziendali. Il costo atteso di un eventuale *default* è relativamente più contenuto per le aziende di grandi dimensioni rispetto a quelle più piccole; il rapporto tra i costi del fallimento e il valore dell'azienda diminuisce progressivamente al crescere del valore e della dimensione, e quindi l'influenza di tali costi sulle decisioni di finanziamento è minore per le imprese più grandi. Inoltre, le aziende più grandi hanno una minor probabilità di *default*, hanno maggiori possibilità di diversificazione, hanno un più ampio accesso al mercato dei capitali e del debito, e hanno l'opportunità di indovinarsi a condizioni economiche più favorevoli; finanziare imprese più piccole è generalmente più rischioso e pertanto i finanziatori esterni richiederanno adeguate ricompense. Le aziende più piccole poi tendono a ricorrere a minori livelli di indebitamento in quanto incontrano maggiori problemi e quindi maggiori costi nell'eliminare le asimmetrie informative che si creano con creditori e i finanziatori esterni; queste imprese quindi dovrebbero manifestare una spiccata preferenza per gli strumenti di capitale proprio [Rajan e Zingales 1995]. Da ultimo, le Pmi hanno livelli di *leverage* più bassi perché in caso di crisi aziendale sono liquidate con maggiore probabilità di quelle di più grandi dimensioni. In sintesi, la teoria prevalente, ma anche molta letteratura empirica, dimostra l'esistenza di una relazione positiva tra dimensioni aziendali e *leverage*.

conseguono il risultato di non riuscire a isolare gli effetti specifici in quanto le grandezze appaiono chiaramente correlate. La soluzione migliore sembra essere quindi quella di combinarle in un'unica variabile, la deviazione da un rapporto di indebitamento considerato *target* stimato da semplici medie storiche calcolate su un arco di 10 anni.

b) *Rischio*: il rischio è da molti ritenuto la principale determinante le scelte di *capital structure*. Il *leverage* dovrebbe essere negativamente correlato con la rischiosità sistemica dell'impresa, che nel presente lavoro è individuata nel grado di variabilità ed incertezza delle sue componenti reddituali; maggiore è la variabilità degli utili e maggiore è il rischio di default, e pertanto minore dovrebbe essere il livello di indebitamento. Le aziende con maggior grado di rischio operativo dimostrano minore capacità di far fronte al rischio finanziario e quindi tendono a moderare il ricorso al debito. Invero, alcuni autori determinano un'associazione positiva tra *leverage* e rischio [Michaels, Chittenden e Poutziouris 1999, Esperanza, Gama e Gulamhussen 2003].

c) *Composizione dell'attivo*: la struttura delle attività interessa le scelte in materia di struttura del capitale in termini di incidenza delle attività fisse su quelle correnti e di quelle materiali rispetto alle immateriali; maggiore è la proporzione delle attività fisse sul totale dell'attivo, maggiore dovrebbe essere il livello di *leverage* di lungo periodo. Ci si aspetta altresì una relazione positiva tra le attività materiali, tangibili, e il rapporto di indebitamento. Se l'azienda possiede attività fisse materiali, [Rajan e Zingales 1995], avrà un valore di liquidazione maggiore di una che possiede meno immobilizzazioni e che è dotata prevalentemente di *intangibles*, asset che in ipotesi liquidatoria tendono a valere molto meno. Le imprese con elevata dotazione di intangibili possiedono inoltre elevate caratteristiche di unicità, che le rendono ancora più rischiose. Le aziende che possono disporre di attività fisse tangibili da costituire a garanzia dei prestiti concessi, possono ottenere capitale di debito con maggiore facilità e a costi ridotti, e in tempi relativamente rapidi, e quindi tenderanno ad avere un *leverage* più elevato. La prevalente evidenza empirica determina una relazione positiva tra struttura dell'attivo e *leverage*, coerentemente con le prescrizioni teoriche [Rajan e Zingales 1995, Hovakimian, Hovakimian e Tehranian 2004]; d'altra parte, è anche plausibile determinare una relazione inversa tra la pro-

porzione di attività fisse e il grado di indebitamento, in quanto la maggiore rigidità dell'attivo determina di norma un maggior grado di leva operativa e quindi di rischio operativo, oltre che indicare una minore disponibilità di risorse a breve termine (minor liquidità) per l'azienda.

3. *La liquidità*: in coerenza con le previsioni della *Static Tradeoff Theory* una prima impostazione prevede che le aziende con più liquidità disponibile siano maggiormente inclini all'impiego di strumenti di debito, perché possiedono le risorse per pagare periodicamente il costo del finanziamento esterno e l'eventuale rimborso del capitale a scadenza. Una visione differente prevede invece un'associazione negativa, a supporto della *Pecking Order Theory*, in quanto se l'azienda dispone di risorse interne può utilizzarle per finanziare i propri investimenti senza dover ricorrere a debiti esterni; inoltre, elevate risorse finanziarie disponibili possono creare l'incentivo ad essere manipolate dagli esponenti aziendali a spese dei finanziatori esterni. La maggior parte degli studi empirici precedenti deriva un'associazione negativa tra *leverage* e liquidità. La teoria dell'agenzia [Jensen 1986] propende invece per definire una associazione positiva tra queste variabili.

4. Le altre variabili:

a) *la profitabilità*: secondo la *Pecking Order Theory* [Myers 1984] ci si aspetta un'associazione negativa tra profitabilità e tasso di indebitamento; un'azienda caratterizzata da un elevato tasso di rendimento e un moderato tasso di crescita prediligerà il mantenimento di un basso livello di *leverage*, sotto la media di settore, mentre un'azienda con scarsa redditività finirà per essere caratterizzata da un elevato rapporto di indebitamento, superiore alla media di settore. L'ordine di preferenza delle fonti di finanziamento è dettato dal grado di asimmetrie informative che si generano tra gli insider e gli altri attori del mercato [Myers 2001], e prevede dapprima il ricorso alle forme di finanziamento meno sensibili alla presenza di asimmetrie e meno rischiose, per poi passare a quelle più sensibili e più rischiose (debito e poi *equity*); in quest'ottica le aziende con i più alti tassi di rendimento

tenderanno a mantenere un basso *leverage ratio*. Dal punto di vista empirico sono diversi gli studi che determinano un'associazione negativa tra profitabilità e grado di indebitamento: Cassar e Holmes [2003]; Esperanca, Gama e Gulamhussen [2003]; Mary Han, El-Sayed e El-Hennawi [2011]; Al-Shubiri [2010], e per le piccole e medie imprese Hall, Hutchinson e Michaelas [2004]. I contributi di ricerca che si inseriscono nel solco della teoria tradizionale invece propendono per definire una relazione positiva tra profitabilità e *leverage*, fondamentalmente per il vantaggio fiscale offerto dagli strumenti di debito (*debt tax shield*), che per le imprese redditizie, in assenza di *tax-exhaustion*, rende l'opzione del debito decisamente favorevole; inoltre maggiore è la redditività aziendale, minore è la probabilità e quindi il rischio di default, e maggiore è l'incentivo ad utilizzare la «leva finanziaria» e quindi la tendenza ad aumentare il livello di indebitamento a beneficio delle redditività sul capitale azionario. Jensen [1986] prevede un'associazione positiva tra le variabili in argomento se il mercato è efficiente in quanto l'utilizzo del debito riduce il *free cash flow* generato dall'alto rendimento aziendale¹¹.

b) *La crescita*: una prima considerazione prevede che le aziende in rapida crescita necessitano di molte risorse finanziarie, e assorbono velocemente quelle generate internamente e quindi tendono ad avere elevati livelli di indebitamento [Hall, Hutchinson e Michaelas 2004]; anche nel caso delle medio-piccole imprese a ristretta base azionaria, è ragionevole prevedere un massiccio ricorso all'indebitamento esterno, e una struttura finanziaria che evolve al crescere dell'azienda, spostandosi dall'iniziale impiego di risorse interne (le prime utilizzate a conferma della *Pecking Order Theory*) a quelle esterne. Michaelas, Chittenden e Poutziouris [1999] sostengono altresì che le future opportunità di crescita sono positivamente corre-

late al grado di indebitamento societario. Di contro, dal punto di vista della teoria tradizionale, le aziende che dispongono di buone opportunità di crescita tenderanno a utilizzare il capitale di debito in misura ridotta, in quanto le opportunità di crescita sono considerate alla stregua di un bene immateriale e come tale di valore nullo in caso di default. Per altri autori [Jensen 1986] le aziende che non dispongono di opportunità di crescita interessanti sarebbero indotte ad utilizzare gli strumenti di debito per la caratteristica di «disciplina finanziaria» attribuita al debito esterno. L'evidenza empirica sembra privilegiare una associazione positiva tra crescita e *leverage*; Michaelas, Chittenden e Poutziouris [1999] ottengono un rapporto positivo tra *leverage* e opportunità di crescita futura, mentre per il caso delle medio-piccole imprese, Cassar e Holmes [2003], Hall, Hutchinson e Michaelas [2004] e Al-Shubiri [2010], dimostrano un'associazione positiva tra *leverage* e crescita aziendale. Non mancano però contributi che ottengono una correlazione negativa tra queste variabili [Al-Sakran 2001].

c) *L'età*: parte della teoria [Petersen e Rajan 1994] prevede che le aziende giovani tendano ad essere finanziate con fonti esterne, mentre quelle più mature preferiscano gli utili accumulati, e quindi sembrerebbe anticipare un rapporto negativo tra età dell'azienda e *leverage*; d'altra parte le piccole-medie imprese giovani e con un limitato *track record* hanno molta più difficoltà delle aziende con una storia più lunga alle spalle, a ricorrere a risorse esterne e quindi potrebbero preferire lo sfruttamento di fonti interne [Michaelas, Chittenden e Poutziouris 1999].

d) *La velocità di circolazione del capitale*: è una misura in parte legata ad altre variabili quali il rischio operativo, la liquidità e la redditività.

e) *Il tasso di reinvestimento*: la variabile intende cogliere l'effetto delle fonti internamente generate dall'azienda; unitamente alla variabile relativa ai fondi e alle riserve disponibili (*UnAvaires*), rappresenta un modo per corroborare la verifica della validità della *Pecking Order Theory*.

¹¹ Da un punto di vista empirico, Petersen e Rajan [1994] ottengono un'associazione positiva e statisticamente rilevante tra redditività e rapporto di indebitamento.

f) La posizione finanziaria netta: questo margine è un indicatore di struttura patrimoniale e potrebbe risultare significativo per le piccole e medie imprese, e che si intende sottoporre a verifica in termini di appartenenza al modello di scelta che incide sulla struttura del capitale.

5. Risultati ottenuti

Ogni parametro b_k del modello logistico rappresenta la relazione (in termini di segno/direzione e di intensità) esistente tra la variabile esogena K e valore medio della variabile dipendente (*issue* nel modello); l'effetto della variazione in ciascuna variabile indipendente sulla probabilità di una emissione di capitale proprio ($Z = 1$) è misurato, sebbene non integralmente determinato, dal coefficiente b_k . Pertanto il segno di ogni parametro b_k determinato nella stima definisce la direzione dell'effetto, mentre il suo valore assoluto misura l'intensità della reazione. Dall'esame dei risultati della regressione emerge che gran parte delle variabili che la teoria suggerisce essere rilevanti nelle scelte di finanziamento delle grandi imprese influenzano anche le imprese italiane di minori dimensioni appartenenti al settore dei servizi, con livelli di significatività statistica non trascurabili. I coefficienti di seguito determinati corrispondono al vettore B' dell'equazione [2] sviluppata nel paragrafo 3.1, e possono essere considerati alla stregua di «elasticità» della probabilità di una emissione di capitale proprio rispetto alle variabili indipendenti; valori positivi dei coefficienti delle variabili indipendenti indicano che una variazione positiva della variabile determina un incremento della probabilità di un aumento di capitale, e quindi formalizzano una relazione negativa tra la variabile indipendente e il *leverage*, mentre valori negativi dei coefficienti indicano una relazione positiva tra la variabile considerata e il grado di indebitamento. Le tavole che seguono illustrano alcune statistiche descrittive delle osservazioni costituenti il campione, ripartite in due sottogruppi ottenuti separando le aziende

Tab. 1. Media, variazione standard e range relative a emissioni di capitale proprio

Variable	N. oss.	Media	Dev. std.	Min	Max
Issue	51	1	0	1	1
Amount	51	1265353	1148816	200000	5000000
Tangleverage	51	1.633137	1.831896	0	7.67
Actl coverage	51	3.330392	8.277654	0	57.03
Deviarg	51	-1.697255	7.158396	-49.36	2.45
Total asset	51	1.87e+07	1.37e+07	4998393	6.52e+07
Lntotal asset	51	16.52783	6.595818	15.42463	17.99234
Total sale	51	1.55e+07	7295240	5117463	3.80e+07
Lntotal sales	51	16.44337	4840627	15.44817	17.4543
Coefvarebit	51	2.66065	8.434641	.0964124	59.35799
Solvratio	51	30.64039	22.86104	-7.55	91.97
Asset comp	51	3.433953	23.10462	.0209771	.9639102
Intangible-t	51	1028046	1717336	2418	9874818
Intangratio	51	1.311698	3.057672	.0009085	17.67307
Currentatio	50	1.414	1.321595	.11	8.22
CF margin	51	.0574205	.1192546	-.3346709	.3289354
Avaltes	51	4337500	9136879	3782	5.29e+07
Lnauales	51	14.10024	1.628521	8.238008	17.78312
Pdprofitmarg	51	1.401569	18.98298	-.72.34	47.06
Sales growth	51	1.279309	3.273388	-.3811398	1.688064
Age	51	25.07843	19.30372	3	110
Valcure	51	1.050829	.4902022	.13888	2.3002
Reinvprofit	51	1103367	1861569	0	8895079
Lreinvprofit	42	13.12331	1.687155	8.238008	16.00101
Netfinpos	51	2542163	6197617	-1.32e+07	1.87e+07

che hanno emesso titoli di capitale proprio da quelle che hanno utilizzato strumenti di debito (tabb. 1, 2).

In via preliminare si rileva che il valore medio delle emissioni di capitale proprio (1,2 milioni) è circa la metà del valore delle emissioni di debito (2,4 milioni) e che la variabilità delle prime è molto più elevata delle seconde; le aziende che utilizzano strumenti di capitale hanno uno scostamento medio negativo rispetto al *target leverage*, mentre tale variabile risulta positiva per quelle che ricorrono a strumenti di debito; inoltre le società che impiegano debito sono mediamente più grandi in termini di attivo patrimoniale ma più piccole con riferimento al

TAB. 2. *Media, variazione standard e range relative a emissioni di debito*

Variabile	N. oss.	Media	Dev. std.	Min	Max
Issue	53	0	0	0	0
Amount	53	2423113	2497850	235000	1.10e+07
Targetleverage	53	2.501132	5.14223	.03	37.36
Acclverage	53	1.047358	1.051775	0	3.76
Devtarg	53	1.453774	5.013458	-.43	36.15
Total asset	53	2.14e+07	1.94e+07	5630159	9.51e+07
Intotal asset	53	16.59795	7.122057	15.54365	18.37058
Total sale	53	1.46e+07	8563972	5448239	4.21e+07
Intotal sales	53	16.36094	.4985565	15.5108	17.55486
Coefvarebit	53	1.115733	1.346819	.1473342	7.374414
Solvratio	53	25.87792	15.46353	.73	73.31
Asset comp	53	.4869086	.2746058	.0184118	.9400352
Intangible-t	53	675943.4	1105660	0	6023453
Intangratio	53	.6752541	1.400161	0	5.40566
Currentratio	53	.8526415	.5143398	.09	2.46
Cf margin	53	.0736296	.0833241	-.0853022	.3268443
Avalires	53	3003819	5239385	0	2.74e+07
Lnnavailles	52	14.08755	1.375927	10.23533	17.1244
Lnprofitmargin	53	6.067358	5.758125	-6.64	25.68
Sales growth	53	.0392789	.0871048	-.2047412	2.155288
Age	53	27.75472	15.9264	7	81
Velcirt	53	.925513	.479794	.12684	2.48066
Reinvprofit	53	1446632	3196195	0	2.14e+07
Lnreinvprofit	43	13.2494	1.745144	8.745284	16.87834
Netfinpos	53	6081609	8751303	-1776852	4.11e+07

fatturato. Gli indicatori di rischio sono entrambi sensibilmente inferiori per le aziende che decidono di emettere debito e aumentare il *leverage*, mentre le imprese caratterizzate da una maggiore intensità di intangibili appartengono al sottosistema che ha emesso titoli di capitale proprio. I soggetti che emettono debito sono mediamente più profittevoli (di oltre 4,33 volte), hanno maggiore anzianità (in media 2,7 anni in più) e una posizione finanziaria netta superiore (di oltre 2,5 volte). Sebbene il rapporto tra attivo fisso e totale attività sia sostanzialmente allineato tra i due insiemi, le società che si sono finanziate attuando aumenti di capitale risultano avere un'in-

tensità media di *intangibles* maggiore rispetto alle aziende che si sono finanziate con strumenti di debito (1,311 e 0,675 rispettivamente); anche in termini assoluti, il valore contabile medio dei beni immateriali per le aziende che hanno emesso *equity* è quasi il doppio del corrispondente valore delle aziende che hanno ricorso a risorse esterne. Infine, il tasso medio di crescita delle società che emettono capitale proprio è più di 3,25 volte maggiore di quello delle aziende che emettono debito.

5.1. *Le variabili esplicative: risultati ed evidenze dall'analisi di regressione multivariata*

1. *Scostamento dal «target leverage».* In tutte le regressioni effettuate il coefficiente ottenuto è risultato sempre negativo e statisticamente sempre rilevante; le imprese del italiano di medio-piccole dimensioni appartenenti al settore dei servizi dimostrano di avere un livello di indebitamento ottimale cui tendono nel medio lungo periodo. In linea con le prescrizioni della teoria tradizionale, la *Static Tradeoff Theory*, sembra pertanto esistere una struttura del capitale ottimale cui corrisponde un *target leverage* che permette all'azienda di bilanciare i benefici fiscali del debito e i costi legati all'esposizione debitoria; i nostri risultati dimostrano che sussiste una relazione positiva tra la variabile in oggetto e il grado di indebitamento, e quindi le aziende che hanno rapporti di indebitamento inferiori, al livello desiderabile di lungo periodo tenderanno a privilegiare il ricorso a strumenti di debito, mentre le aziende che al momento di necessità finanziarie sono al di sopra del valore di equilibrio emetteranno strumenti di capitale. Il coefficiente, oltre ad essere sempre significativo, ha un valore assoluto non trascurabile (mediamente pari a 2), ad indicare una certa sensibilità delle decisioni aziendali in tema di struttura del capitale: al valore di questa variabile, in caso di deviazioni rispetto al *target leverage* si manifesta la tendenza a convergere piuttosto celermente verso i valori di equilibrio.

2. *Dimensione aziendale.* Contrariamente a quanto prescritto dalla teoria prevalente, le variabili deputate a cogliere la relazione tra grado di indebitamento e dimensione aziendale hanno entrambe sempre assunto un coefficiente positivo, dando quindi conto di una relazione negativa tra *leverage* e dimensioni aziendali. La significatività statistica dei coefficienti non è elevata ma neppure trascurabile, a significare che le dimensioni hanno in ogni caso influenza nelle scelte di finanziamento; la variabile legata al totale delle attività è sempre sistematicamente più significativa di quella legata al fatturato. Questo risultato, se da un lato non è inquadriabile con i postulati delle teorie prevalenti e con i risultati di gran parte degli studi empirici recenti, deve essere declinato anche in funzione dello specifico campione da noi utilizzato, che prende in considerazione esclusivamente le imprese di medio-piccole dimensioni, e pertanto incorpora un *bias* importante che probabilmente non permette di evidenziare chiaramente l'effetto di questa variabile (la cui variazione standard, tra l'altro, è piuttosto contenuta). Questa evidenza potrebbe comunque essere ascrivibile alle limitate risorse patrimoniali cui possono accedere le aziende di minori dimensioni, per le quali le uniche opzioni finanziarie sono rappresentate dalle diverse forme di indebitamento esterno che diventa di fatto il canale privilegiato di finanziamento.

3. *Il rischio.* A supporto della *Tradeoff Theory*, è stata ottenuta una relazione negativa tra rischio e grado di indebitamento; le due misure di rischio testate, il coefficiente di variazione del reddito operativo e il rapporto di solvibilità, hanno sempre assunto entrambe un coefficiente di segno positivo, mediamente rilevante con casi di assoluta significatività statistica (*t* test anche superiori a 3). Il rapporto di solvibilità si è dimostrato sistematicamente sempre più significativo del coefficiente di variazione dell'*Ebit*; le aziende più rischiose tendono a privilegiare il finanziamento tramite risorse interne o tramite capitale proprio, per evitare i pagamenti fissi del servizio del debito che in momenti di elevata variabilità dei risultati operativi diventano difficili da onorare.

4. *Composizione dell'attivo.* Le società con una maggiore proporzione di attività fisse hanno maggiori capacità di indebitarsi. L'effetto statistico è mediamente debole; il coefficiente ottenuto è generalmente negativo e spesso statisticamente rilevante, ma sono state ottenute anche delle regressioni con segno positivo, ancorché non rilevante. Anche la qualità di attivo fisso evidenzia il segno previsto; la dotazione di risorse immateriali è caratterizzata da un coefficiente sempre positivo, (ma statisticamente poco rilevante) ad indicare una relazione inversa tra *leverage* e *intangibles*. Le caratteristiche economiche degli *intangibles* sembrano comportare asimmetrie informative e un elevato costo del capitale esterno che fa preferire il ricorso all'*equity*. Se il risultato è coerente con le prescrizioni teoriche e con la recente evidenza empirica, rimane da sottolineare che la rilevanza statistica del dato è marginale e che la variabile di fatto non coglie appieno l'effetto che ci si era proposti di catturare; questi risultati assunti congiuntamente (confermati anche in regressioni con entrambe le variabili indipendenti) confermano che la dotazione di risorse materiali tangibili è una qualità importante che facilita la concessione di debito alle imprese, anche per le possibilità di costituire garanzie collaterali. Sembra quindi avere conferma la visione tradizionale in termini di rischio e di costi di *default* finanziario che tra l'altro appare congruente con la normale politica di concessione del credito adottata dalle banche nel nostro paese.

5. *Liquidità.* Per quanto riguarda la liquidità i risultati confermano la visione suggerita dalla *Pecking Order Theory*: tutte e tre le variabili considerate sono associate a coefficienti di segno positivo a conferma di una relazione negativa tra liquidità e *leverage*. Le imprese liquide e dotate di capacità di generare flussi di cassa positivi sono portate a limitare il ricorso all'indebitamento, e a privilegiare le fonti di finanziamento internamente generate (Pot). In particolare il coefficiente delle riserve disponibili sembra indicare una preferenza per le fonti interne rispetto a quelle esterne; le aziende che hanno accumulato fondi mediante il trattamento di utili generati dalla

gestione sono più propense a finanziare la crescita convertendo queste riserve in aumenti di capitale.

6. *Profitabilità*. I risultati in tema di redditività contrastano invece con gli assunti della *Pecking Order Theory*; dal nostro studio emerge infatti che tra *leverage* e profitabilità sussiste una relazione positiva e statisticamente significativa. In linea con le previsioni della *Static/Dynamic Tradeoff Theory*, anche le aziende di servizi medio-piccole maggiormente redditizie, con capacità di generare flussi di cassa positivi ricorrono a emissioni di debito piuttosto che di capitale; questa regolarità sembra confermare la visione della teoria tradizionale, in particolare sembra catturare l'effetto positivo ritraibile dai benefici fiscali associati al debito. Le aziende che generano elevati margini di profitto e che hanno bassi benefici fiscali non legati al debito tenderanno ad appropriarsi dei benefici dello scudo fiscale associato alle fonti di finanziamento esterne effettuando emissioni di debito. Questo comportamento sembra coerente con la nota tendenza delle medio-piccole aziende italiane, profittevoli e con imponibili fiscali elevati, di preferire il finanziamento attraverso il capitale di credito.

7. *Crescita*. Le aziende caratterizzate da elevato dinamismo dei ricavi tendono a finanziare la crescita con capitale proprio, manifestando quindi una relazione inversa tra *leverage* e crescita. Il coefficiente è risultato sempre positivo, mediamente significativo, e di importo rilevante ad indicare una discreta sensibilità della struttura del capitale al variare di questo parametro. L'evidenza sembra quindi non confermare ancora su questo punto la *Pecking Order Theory*, quanto piuttosto trova conferma la teoria dell'agenzia, per cui le aziende dotate di elevate potenzialità di crescita tendono ad utilizzare meno debito possibile per non esporsi alle restrizioni imposte dai soggetti finanziatori.

8. *Età*. È stata ottenuta una relazione positiva tra anzianità aziendale e *leverage*; le aziende dotate di un *track record* esteso hanno maggiore facilità a finanziarsi con debito piuttosto che con capitale proprio, mentre le aziende

giovani e poco conosciute tendono a sfruttare quanto più possibile le fonti interne¹².

9. *Velocità di circolazione del capitale*. La variabile non risulta essere influente nelle scelte di finanziamento; il coefficiente cambia segno spesso e non è mai statisticamente rilevante.

10. *Utili non distribuiti*. Le aziende profittevoli dotate di riserve di utili non distribuiti sono più propense a ricorrere a strumenti di finanziamento legati a fonti interne; anche se la relazione statistica è scarsamente rilevante, il coefficiente è sistematicamente positivo ad indicare, in coerenza con la *Pecking Order Theory*, una rela-

Tab. 3. *Regressione logit-modello base*

Issue	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
Debtarg	-2,275447	6,697984	-3,27	0,001	-3,639186 -911,7066
L. nroal asset	1,465795	7,771236	1,89	0,059	-0,573596 2,968929
Coefvar	51,44367	3,558183	1,45	0,148	-18,29544 1,211828
Intangratio	1,519045	1,444142	1,05	0,293	-13,11422 4,349512
Cf margin	17,42049	8,408767	2,07	0,038	93,96093 33,90137
P. pr. of margin	-2213,609	0,901288	-2,46	0,014	-398,01 -0,447117
Sales growth	6,11132	2,455237	2,49	0,013	1,299144 10,9235
Age	-0,269595	0,0199893	-1,35	0,177	-0,661379 0,122188
Netfinpos	-3,42e-07	1,38e-07	-2,48	0,013	-6,13e-07 -7,14e-08
L. reinvest-t	3,036543	2,175592	1,40	0,163	-1,22754 7,300626
_cons	-27,22826	12,96319	-2,10	0,036	-52,65564 -1,820873

Iteration 0: log likelihood = -58,911628
 Iteration 1: log likelihood = -45,304399
 Iteration 2: log likelihood = -38,360225
 Iteration 3: log likelihood = -32,253458
 Iteration 4: log likelihood = -31,646641
 Iteration 5: log likelihood = -31,622255
 Iteration 6: log likelihood = -31,622182
 Iteration 7: log likelihood = -31,622182

Logistic regression

Number of obs = 85
 LR chi 2(10) = 54,58
 PR ob > chi 2 = 0,0000
 Pseudo R2 = 0,4632

Note: 0 failures and 4 successes completely determined.

¹² È stata riscontrata una correlazione positiva tra anzianità, riserve disponibili e utili indivisi.

Tab. 4. Sintesi dei risultati ottenuti in 28 regressioni (valori minimi e massimi ottenuti)

Variabile	Relazione con leverage ottenuta	Valore assoluto coefficiente (range)	Significatività (t-test) (range)	Standard error (range)
DevTarg	+	1,27-2,27	2,63-3,61	0,44-0,69
LnTotAss	-	0,133-1,46	0,27-1,89	0,42-0,78
LnTotSale	-	-0,02-0,91	0,04-1,41	0,48-0,64
C.V.Ebit	-	0,22-0,51	0,74-1,45	0,29-0,75
SolvRatio	-	0,012-0,062	0,56-3,02	0,016-0,222
AssetComp	+	1,27-5,13	0,62-3,43	1,17-2,06
LnangRatio	-	0,074-0,15	0,56-1,05	0,115-0,144
CurrRatio	-	0,67-1,6	0,88-2,86	0,49-0,78
CFMarg	-	1,7-18,47	0,44-2,2	3,78-8,4
LnAvailRes	-	0,13-0,33	0,49-1,63	0,2-0,28
ProfitMarg	+	0,05-0,22	1,59-3,47	0,02-0,09
SalesGrowth	-	2,94-6,11	1,66-2,49	1,77-2,45
Age	+	0,006-0,033	0,41-1,74	0,01-0,02
VelCirc	+/-	0,12-0,82	0,15-1,01	0,79-0,82
LnReinvprofit	-	0,1-0,3	0,58-1,4	0,02-0,2
NetFinPos	+	2,65e-07-2,68e-08	0,43-2,48	1,24e07-6,29e-08

zione inversa tra riserve di utili e *leverage*, una preferenza delle fonti interne a quelle esterne.

11. *Posizione finanziaria nella*. Il coefficiente di questa variabile è risultato sempre negativo e marginalmente significativo; le aziende che mostrano una spiccata tensione all'indebitamento bancario, se dotate di attività fisse materiali tendono a mantenere elevata l'esposizione finanziaria esterna preferendo emissioni di debito rispetto ad aumenti di capitale. La capacità di mantenere elevati livelli di esposizione finanziaria sembra fungere da indicatore del grado di fiducia di cui gode l'impresa da parte del sistema creditizio, che permette e facilita il ricorso a ulteriori fonti di finanziamento esterne. La variabile sembra rappresentare piuttosto un *lagging indicator* della strategia finanziaria seguita dalle aziende italiane del settore analizzato.

Si riepilogano nella tabella 4 i risultati ottenuti e gli intervalli di significatività statistica delle variabili studiate.

6. Test del modello e considerazioni conclusive

In questo paragrafo finale si fornisce una valutazione dell'abilità del modello presentati di classificare correttamente il campione realmente osservato. Per misurare la bontà della stima effettuata dal modello Logit si utilizza un indicatore della capacità predittiva del modello stimato, in forma di una matrice che riporta i risultati (1) per la previsione corretta e 0 per quella sbagliata) di una determinata regola di previsione: se la probabilità dell'emissione di *equity*, $P(Z = 1)$ è maggiore di 0,5 si prevede l'emissione di capitale proprio, mentre se la probabilità è inferiore a 0,5 il modello prevede $Z = 0$, ovvero una emissione di debito; gli esiti così determinati sono poi paragonati agli effettivi comportamenti adottati dalle imprese del campione.

Tab. 5. Test, modello base

Classified	True		Total
	D	~D	
+	34	6	40
-	8	37	45
Total	42	43	85
Classified + if predicted $Pr(D) \geq 0,5$			
True D defined as issue $i=0$			
Sensitivity			
Specificity			
Positive predictive value			
Negative predictive value			
False + rate for true ~D			
False + rate for true D			
False + rate for classified +			
False + rate for classified -			
Correctly classified			
Estat classification			
Logistic model for issue			
			83,53%

7. Considerazioni di sintesi

In questo articolo sono state analizzate le variabili determinanti le scelte che incidono sulla struttura del capitale delle imprese di servizi italiane di medio-piccole dimensioni. Dopo aver illustrato congiuntamente prescrizioni teoriche e risultati empirici recenti, è stato sviluppato un modello descrittivo della scelta tra debito e capitale proprio per spiegare l'effettivo processo di selezione adottato dalle imprese italiane, nel tentativo di costruire un collegamento tra teoria e regolarità osservate nel settore delle piccole e medie imprese di servizi. Il principale risultato ottenuto dallo studio è che, contrariamente alle attese iniziali, anche le imprese di servizi di minori dimensioni sembrano adottare modelli di comportamento inquadrabili nelle teorie finanziarie consolidate e prevalenti sviluppate, in tema di struttura del capitale, per le aziende di maggiori dimensioni. Le osservazioni raccolte hanno permesso di constatare che il grado di significatività delle regressioni tende generalmente ad aumentare al crescere del numero di variabili esplicative inserite, quando queste sono selezionate in funzione di una sistematica relazione tra loro intercorrente sulla base di una prevista regolarità economico-aziendale. I risultati suggeriscono anzitutto che anche il settore delle imprese di servizi di medio-piccole dimensioni è nel suo insieme stasticamente coerente e testabile, e che le scelte di *capital structure* di queste imprese tendono a seguire un processo strutturato e non casuale, che porta ad individuare un livello ottimale di indebitamento di lungo periodo; le dimensioni aziendali hanno un effetto negativo sul *leverage*, ma altre variabili risultano possedere un maggior contenuto esplicativo. Abbiamo riscontrato, coerentemente con le aspettative, una relazione negativa tra rischiosità aziendale e grado di indebitamento, una relazione positiva con il livello di patrimonio fisso tangibile e negativa con l'intensità di beni immateriali; anche la profittabilità risulta una variabile molto influente, in relazione positiva con il *leverage* ad indicare che il vantaggio fiscale del de-

bito è comunque tenuto in larga considerazione dalle società italiane di servizi. La liquidità risulta esercitare un impatto negativo sul rapporto di indebitamento e decisamente significativo sulle decisioni di finanziamento, a conferma che la teoria dell'agenzia non sembra trovare applicazione alle imprese italiane di servizi di minori dimensioni. L'evidenza empirica rivela altresì che altre variabili risultano influenzare la struttura del capitale; il tasso di crescita aziendale dimostra una associazione negativa con il tasso di indebitamento, mentre l'età e la posizione finanziaria netta sono positivamente correlate con la probabilità di emissione di debito.

Riferimenti bibliografici

- Al-Sakran, S.
2001 *Leverage Determinants in the Absence of Corporate Tax System: The Case of Non-Financial Publicly Traded Corporations in Saudi Arabia*, in «Managerial Finance», 27, pp. 58-86.
- Al-Shubiri, F.
2010 *Determinants of Capital Structure Choice: A Case Study of Jordanian Industrial Companies*, in «An-Najah Univ. J. of Res. (Humanities)», 24, 8, pp. 2457-2494.
- Baker, M. e Wurgler, J.
2002 *Market Timing and Capital Structure*, in «The Journal of Finance», 1, pp. 1-32.
- Bray, O.
2009 *Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of The Firm*, in «The Journal of Finance», 64, pp. 263-308.
- Bradley, M., Jarrell, G. e Kim, E.
1984 *On the Existence of Capital Structure: Theory and Evidence*, in «Journal of Finance», 39, pp. 857-880.
- Brealey, R., Hodges, S. e Capton, D.
1976 *The Return on Alternative Sources of Finance*, in «Review of Economics and Statistics», 58, pp. 469-477.
- Cassar, G. e Holmes, S.
2003 *Capital Structure and Financing of Smes: Australian Evidence*, in «Accounting and Finance», 43, pp. 123-147.

- Chang, C.
1999 *Capital Structure as Optimal Contracts*, in «The North American Journal of Economics and Finance», 10, pp. 363-385.
- Chen, J.
2004 *Determinants of Capital Structure in Chinese Listed Companies*, in «Journal of Business Research», 57, pp. 1341-1351.
- DeAngelo, H. e DeAngelo, L.
2006 *Capital Structure, Payout Policy and Financial Flexibility*, Marshall School of Business, Working Paper n. FBE 02-06.
- DeAngelo, H. e Masulis, R.
1980 *Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation*, in «Journal of Financial Economics», 23, pp. 1067-1093.
- Deesomsak, R., Paudyal, K. e Pescetto, G.
2004 *The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region*, in «Journal of Multinational Financial Management», 14, pp. 387-405.
- Diamond, D.W.
1989 *Reputation Acquisition in Debt Markets*, in «Journal of Political Economy», 97, pp. 828-862.
- Donaldson, G.
1961 *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Working Paper, Graduate School of Business Administration, Boston, Harvard University.
- Esperanca, J., Gama, A. e Gulamhussen, M.
2003 *Corporate Debt Policy of Small Firms: An Empirical Re-Examination*, in «Journal of Small Business and Enterprise Development», 10, pp. 62-80.
- Fattouh, B., Scaramozzino, P. e Harris, L.
2005 *Capital Structure in South Korea: A Quantile Regression Approach*, in «Journal of Development Economics», 76, pp. 231-250.
- Fischer, E., Heinkel, R. e Zechner, J.
1989 *Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests*, in «Journal of Finance», 44, pp. 19-40.
- Flannery, M. e Rangan, K.
2006 *Partial Adjustment Toward Target Capital Structure*, in «Journal of Financial Economics», 79, pp. 469-506.
- Frydberg, S.
2004 *Theory of Capital Structure - A Review*, Retrieved from Social Science Research Network, <http://ssrn.com/abstract=556631>.
- Hall, G., Hutchinson, P. e Michaelas, N.
2004 *Determinants of the Capital Structures of European Smes*, in «Journal of Business Finance and Accounting», 31, pp. 711-728.
- Harris, M. e Raviv, A.
1991 *The Theory of Capital Structure*, in «Journal of Finance», 46, pp. 297-355.
- Hovakimian, A., Hovakimian, G. e Tehranian, H.
2004 *Determinants of Target Capital Structure: The Case of Dual Debt and Equity Issues*, in «Journal of Financial Economics», 71, pp. 517-540.
- Jensen, M.
1986 *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, in «American Economic Review», 76, pp. 323-339.
- Jensen, M. e Meckling, W.
1976 *Theory of the Firm: Managerial Behaviour Agency Costs and Ownership Structure*, in «Journal of Financial Economics», 3, pp. 305-360.
- Klein, L., O'Brien, T. e Peters, S.
2002 *Equity and Asymmetric Information. A Review*, in «Financial Review», 37, pp. 317-350.
- Korajczyk, R., Lucas, D. e McDonald, R.
1991 *The Effect of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues*, in «Review of Financial Studies», 4, pp. 685-708.
- Leland, H.E.
1994 *Corporate Debt Value, Bond Covenants and Optimal Capital Structure*, in «Journal of Finance», 49, pp. 1213-1252.
- 1998 *Agency Costs, Risk Management and Capital Structure*, in «Journal of Finance», 53, pp. 1213-1243.
- Marsh, P.
1982 *The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study*, in «The Journal of Finance», 37, pp. 121-144.
- Mary Hanj, A.D., El-Sayed, I. e El-Hennawi, M.S.
2011 *The Determinants of Capital Structure in Listed Egyptian Corporations*, in «Middle Eastern Finance and Economics», 9, pp. 83-99.

- Michaels, N., Chittenden, P. e Pourzouris, P.
1999 *Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. Smes: Empirical Evidence from Company Panel Data*, in «Small Business Economics», 12, pp. 113-130.
- Modigliani, F. e Miller, M.
1958 *The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment*, in «American Economic Review», 48, pp. 261-297.
- 1963 *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital*, in «American Economic Review», 53, pp. 433-443.
- Myers, S.
1977 *Determinants of Corporate Borrowing*, in «Journal of Financial Economics», 5, pp. 147-175.
- 1984 *The Capital Structure Puzzle*, in «The Journal of Finance», 39, pp. 575-592.
- 2001 *Capital Structure*, in «Journal of Economic Perspectives», 15, pp. 81-102.
- Myers, S. e Majluf, N.
1984 *Corporate Financing Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*, in «Journal of Financial Economics», 13, pp. 187-221.
- Petersen, M. e Rajan, R.
1994 *The Benefits of Lending Relationship: Evidence from Small Business Data*, in «The Journal of Finance», 49, pp. 3-38.
- Rajan, R. e Zingales, L.
1995 *What Do We Know About Capital Structure: Some Evidence from International Data*, in «Journal of Finance», 50, pp. 1421-1460.
- Ross, S.
1977 *The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach*, in «Bell Journal of Economics», 8, pp. 1-32.
- Stiglitz, J.
1972 *Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Takeovers*, in «Bell Journal of Economics and Management Science», 3, pp. 458-482.
- Sulz, R.
1990 *Managerial Discretion and Optimal Financing Choices*, in «Journal of Financial Economics», 26, pp. 3-27.
- Titman, S.
1984 *The Effect of Capital Structure on the Firm's Liquidation Decision*, in «Journal of Financial Economics», 13, pp. 137-152.

- Vos, E. e Shen, Y.
2007 *The Happy Story Told by Small Business Capital Structure*, Australian Finance and Banking Conference 2007 Paper.
- Vos, E., Yeh, A., Carter, S. e Tagg, S.
2007 *The Happy Story of Small Business Financing*, in «Journal of Banking and Finance», 31, pp. 2648-2672.
- Watson, R. e Wilson, N.
2002 *Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order*, in «Journal of Business Finance and Accounting», 20, pp. 557-578.