



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PALERMO

Dottorato di Ricerca in Scienze Economiche, Aziendali e Statistiche
Dipartimento di Scienze Economiche, Aziendali e Statistiche
SECS-P/9 – Finanza aziendale

STRUTTURA FINANZIARIA DELLE PMI ITALIANE PRIMA E DOPO LA CRISI: PROSPETTIVE TEORICHE ED EVIDENZE EMPIRICHE

IL DOTTORE
MYRIAM SPALLINO

IL DECANO
PROF. FABIO MAZZOLA

IL TUTOR
PROF. ENZO SCANNELLA

CICLO XXIX
ANNO CONSEGUIMENTO TITOLO 2017

Indice

<u>Introduzione</u>	3
<u>Capitolo 1</u>	
La struttura finanziaria delle imprese: una rassegna della letteratura	5
<i>1.1 Le teorie sulla struttura finanziaria</i>	5
<i>1.1.1 La Teoria classica: i “tradizionalisti”</i>	8
<i>1.1.2 La Teoria di Modigliani e Miller</i>	8
<i>1.1.3 La Trade-off Theory</i>	13
<i>1.1.4 La pecking-order theory</i>	15
<i>1.1.5 La Teoria dei segnali</i>	19
<i>1.1.6 La Teoria dell’agenzia</i>	20
<i>1.2 La struttura finanziaria delle PMI: una review della letteratura</i>	22
<i>1.2.1. Studi empirici sulla struttura finanziaria delle PMI europee</i>	22
<i>1.2.2. Studi empirici sulla struttura finanziaria delle PMI americane</i>	26
<i>1.2.3. Studi empirici sulla struttura finanziaria delle PMI italiane</i>	28
<i>1.3. Conclusioni</i>	30
<u>Capitolo 2</u>	
I profili macro e micro-economici dell’economia italiana nel periodo oggetto di analisi	33
<i>2.1. Contesto macro-economico</i>	33
<i>2.2. Gli interventi delle banche centrali: la politica monetaria</i>	35
<i>2.3. Analisi dell’economia italiana nel periodo 2007-2015</i>	44
<i>2.4. Conclusioni</i>	47
<u>Capitolo 3</u>	
Profili metodologici della ricerca	48
<i>3.1 Gli obiettivi dell’analisi</i>	48
<i>3.2 La popolazione oggetto dell’analisi</i>	49
<i>3.3 Scelta del campione oggetto dell’analisi</i>	51
<i>3.4 L’analisi finanziaria</i>	56
<i>3.5 L’analisi delle componenti principali</i>	61
<i>3.6 Conclusioni</i>	65

<u>Capitolo 4</u>	
I risultati dell'analisi empirica	66
4.1 <i>Introduzione all'analisi empirica</i>	66
4.2 <i>Ricavi delle vendite</i>	67
4.3 <i>Utile netto</i>	70
4.4 <i>Patrimonio netto</i>	71
4.5 <i>Indice di liquidità</i>	73
4.6 <i>Posizione Finanziaria Netta</i>	76
4.7 <i>Rapporto di indebitamento</i>	77
4.8 <i>Indice di indipendenza finanziaria</i>	79
4.9 <i>Debiti finanziari su fatturato</i>	80
4.10 <i>ROE</i>	82
4.11 <i>Analisi delle componenti principali dei dati oggetto di studio</i>	85
4.12 <i>I risultati della ricerca</i>	88
4.13 <i>Conclusioni</i>	91
<u>Conclusioni</u>	93
<u>Bibliografia</u>	97

Introduzione

L'obiettivo che mi sono preposta nello sviluppare questo lavoro di ricerca è stato quello di comprendere come la crisi economico-finanziaria iniziata nel 2008 abbia modificato la composizione della struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane e di come queste abbiano continuato ad operare nel tempo. La domanda alla base del mio lavoro di ricerca è: *come hanno fatto a sopravvivere le imprese che ancora oggi risultano attive?* Per rispondere a questa domanda ho preso in esame solo le imprese che sono rimaste attive durante tutto il periodo oggetto analisi, partendo dall'assunto iniziale che se queste imprese sono rimaste attive, hanno in qualche modo modificato la loro struttura finanziaria per adeguarsi ai cambiamenti del mercato e del contesto economico-finanziario che si trovavano ad affrontare.

Questa ricerca si pone l'obiettivo di analizzare empiricamente quali elementi della struttura finanziaria si sono modificati nell'orizzonte temporale oggetto di analisi e come queste mutazioni abbiano influito nella composizione della struttura finanziaria delle imprese, portandole a sopravvivere durante il decennio preso in esame.

Il periodo che ho scelto come oggetto di analisi è il 2006/2015 perché ritengo che all'interno di questi 10 anni sia possibile evidenziare in pieno le modifiche che le imprese hanno dovuto attuare per riuscire a sopravvivere al periodo di crisi economica ed in particolare, analizzando il 2014 ed il 2015 diviene possibile cogliere anche l'iniziale trend di ripresa economica.

Inizialmente mi soffermerò sui più significativi contributi teorici, senza la pretesa di voler prendere in esame in modo esaustivo la vasta letteratura teorica ed empirica sulle scelte di finanziamento delle imprese, al fine di delineare i principali percorsi di ricerca e di studio. Successivamente prenderò in esame alcune ricerche empiriche sulla composizione della struttura finanziaria delle piccole e medie imprese, evidenziando le caratteristiche nella composizione di queste tipologie, in raffronto alle teorie sviluppate su modelli di grandi imprese.

L'analisi dei diversi contributi teorici ed empirici servirà da supporto per una corretta interpretazione e spiegazione dei comportamenti aziendali che emergeranno dall'analisi dei dati della ricerca.

Nella seconda parte del lavoro prenderò in esame le caratteristiche macroeconomiche principali del periodo oggetto di analisi (2006/2015), cercando di far emergere i motivi che mi hanno spinto a sceglierlo.

Nella terza parte mi soffermerò sugli obiettivi del mio lavoro di ricerca ed analizzerò le caratteristiche degli strumenti utilizzati, sia statistici che finanziari, per la determinazione del campione oggetto di studio e degli indici economico-finanziari e patrimoniali scelti. Tutto ciò mi aiuterà a cogliere le caratteristiche delle imprese oggetto di studio grazie al livello informativo che questi indici hanno circa le caratteristiche economiche-finanziarie e patrimoniali delle imprese analizzate nei settori scelti, agroalimentare, costruzioni e servizi.

Infine nella quarta ed ultima parte mi soffermerò sull'analisi empirica di un campione relativo ai dati oggetto di studio e sui risultati ottenuti, cercando di far emergere le particolarità osservate ed i comportamenti strategici attuati dalle imprese che hanno causato modifiche alla composizione della struttura finanziaria. Per fare questo svilupperò dapprima un'analisi sul comportamento degli indicatori scelti relativi ai tre settori selezionati durante il periodo oggetto di studio e, successivamente, al fine di sviluppare uno studio che possa prendere in esame contemporaneamente i diversi contributi informativi forniti dai suddetti indicatori, mi avvarrò dell'analisi multivariata attraverso l'ausilio delle componenti principali. Tutto ciò al fine di individuare i differenti comportamenti attuati dalle imprese appartenenti ai tre settori analizzati come reazione alla crisi economico-finanziaria.

Capitolo 1

La struttura finanziaria delle imprese: una rassegna della letteratura

L'analisi della composizione della struttura finanziaria è un tema molto importante per riuscire a cogliere gli aspetti cruciali della vita delle imprese e delle scelte di gestione aziendale. Nonostante i numerosi contributi offerti da diversi autori, il tema è ancora molto attuale a causa della centralità che riveste nelle scelte di gestione aziendale. Esigenza fondamentale per i responsabili finanziari all'interno delle imprese è quella di individuare una politica finanziaria non orientata soltanto al breve periodo, ma che consideri l'importanza strategica che essa stessa riveste nella definizione dell'intera gestione aziendale.

In questo capitolo mi soffermerò inizialmente sulle teorie che sono state sviluppate in merito alle scelte di composizione della struttura finanziaria delle imprese; successivamente analizzerò i principali contributi teorici che hanno posto in rilievo i caratteri distintivi della struttura finanziaria nelle PMI.

1.1 Le teorie sulla struttura finanziaria

La distinzione principale che è possibile fare tra le fonti di finanziamento è tra fonti interne ed esterne.

Le fonti di finanziamento interne sono formate da capitali personali che chi detiene la proprietà dell'impresa decidono di investire all'interno dell'impresa stessa e dall'autofinanziamento che, essendo composto quasi integralmente da utili non distribuiti, è soggetto a fluttuazioni durante il ciclo di vita dell'impresa, tende ad accumularsi nelle fasi di espansione ed a deteriorarsi nelle fasi di contrazione del ciclo economico.

Per quanto riguarda le fonti esterne di finanziamento, queste si dividono in due grandi categorie: capitale di rischio e capitale di debito. La combinazione tra queste due tipologie di fonti di finanziamento è legata a numerosi fattori (strategie interne aziendali, dimensioni, struttura di governance, contesto economico e ambito di riferimento, ecc.).

Le teorie che negli anni sono state sviluppate in merito alla struttura finanziaria delle imprese mirano a verificare l'esistenza di una composizione ottimale tra capitale proprio e capitale di terzi, in grado di massimizzare il valore dell'impresa, e quali siano gli elementi che ostacolano la realizzare di questa composizione ideale.

L'obiettivo degli studi condotti in questo campo è sempre stato quello di cercare di individuare le determinanti delle scelte di composizione delle fonti di finanziamento delle imprese.

I contributi teorici che prenderò in esame nel presente capitolo sono:

- la Teoria classica;
- la Teoria di Modigliani-Miller;
- la Trade-off Theory;
- la Teoria dell'ordine di scelta (*pecking order theory*) come conseguenza della teoria delle asimmetrie informative;
- la Teoria dei segnali;
- la Teoria dell'agenzia.

La mia analisi prenderà in esame, dapprima la Teoria classica e, successivamente la Teoria di Modigliani e Miller, da sempre considerata fondamentale. In seguito passerò ad analizzare i contributi di diversi studiosi che negli anni hanno proficuamente approfondito ed arricchito la letteratura in materia.

Nella tabella 1 sono presentate in ordine cronologico le principali teorie sulla struttura finanziaria.

Tabella 1 - Teorie relative alla struttura finanziaria d'impresa: uno schema di sintesi.

Modigliani e Miller (1958)	La scelta del <i>leverage</i> è irrilevante in assenza di imposte.
Modigliani e Miller (1963)	La presenza delle imposte societarie riduce il costo dell'indebitamento. Diviene conveniente massimizzare il <i>leverage</i> .
Miller (1977)	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'impres.
De Angelo e Masulis (1980)	Esistono imprese per le quali lo scudo fiscale è meno importante che per altre. Per questo il <i>leverage</i> ottimale è

	inferiore.
Altman (1984); Warner (1977); Chen, Kim (1979); Bradley, Jarrel, Kim (1984); Kane, Marcus, McDonald (1984); De Angelo e Masulis (1980).	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).
Jensen e Meckling (1976)	La struttura finanziaria ottimale è quella che minimizza i costi di agenzia associati all'indebitamento e ai mezzi propri.
Ross (1977); Leland e Pyle (1977)	La struttura finanziaria e le modalità di copertura degli investimenti costituiscono un segnale sulla situazione dell'impresa e sulla qualità degli investimenti da finanziare.
Myers (1984) Myers e Majluf (1984) Fazzari, Hubbard e Petersen (1988)	Nel finanziarsi le imprese seguono un ordine di scelta.
Harris, Raviv (1988)	La scelta del grado di <i>leverage</i> è influenzata da esigenze di controllo della società.
Williamson (1988)	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.
Brandel, Lewis (1988) Sarig (1988) (entrambi citati in Harris, Raviv (1991))	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

Cornel, Shapiro (1987)	parte di <i>stakeholders</i> non finanziari devono fare un minor uso dei debiti.
------------------------	--

Fonte: Pennarelli, Dini (1995)

1.1.1 La Teoria classica: i “tradizionalisti”

Secondo la teoria classica dei cosiddetti “tradizionalisti”, sviluppatasi intorno agli anni '50 che includeva, tra gli altri, Dean (1951), Graham e Dodd (1951) ed infine Guthmann e Dougall (1955), si può individuare un valore soglia dato dal rapporto tra debiti e capitale proprio, che massimizza il valore dell'impresa e minimizza il costo medio ponderato del capitale. Superato questo valore gli oneri che il ricorso all'indebitamento finanziario comporta, incrementano il costo medio ponderato del capitale e riducono il valore dell'impresa. Quindi, secondo i tradizionalisti, un certo grado d'indebitamento avrebbe un effetto positivo sul valore delle imprese.

I tradizionalisti, partendo dal concetto di leva finanziaria - ossia il rapporto tra indebitamento finanziario netto e patrimonio netto di impresa - sostengono la possibilità di bilanciare il maggior rendimento che gli azionisti richiedono a causa dell'incremento di rischiosità dell'impresa con il beneficio che si ha dall'indebitamento. Questa differenza, essendo di segno positivo, riesce ad abbassare il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Un effetto della teoria dei tradizionalisti è pertanto che il mercato si concentra maggiormente su titoli di aziende con indebitamento moderato. Gli investitori, infatti, per tale tipologia di aziende, non percepiscono l'aumento del rischio all'interno di una certa “soglia di sicurezza”.

Quando si oltrepassa questa soglia tuttavia, sia i possessori del capitale proprio che i possessori del debito reagiscono, richiedendo un maggior rendimento del capitale tale da controbilanciare il più elevato rischio percepito [Monteforte, 2004].

1.1.2 La Teoria di Modigliani e Miller

Franco Modigliani e Merton H. Miller hanno dato un contributo fondamentale alla moderna teoria della finanza. Diversi sono gli scritti in oggetto e, in particolare: *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment* (1958); *Dividend policy, growth and the valuation of shares* (1961); *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction* (1963) e l'ultimo saggio che fa il punto della situazione

su tutto il filone di studi che hanno condiviso i due autori, *MM - past, present, future* (1988)

La tesi di Modigliani e Miller del 1958 rappresenta un punto di partenza sempre valido per analizzare l'impatto delle scelte di finanziamento sul valore delle imprese e consente di cogliere i principali elementi che concorrono a definire le scelte di composizione dei finanziamenti aziendali.

Le ipotesi principali alla base di questo modello sono:

1. l'inesistenza di imposte societarie e personali;
2. la possibilità da parte delle imprese e delle persone di ricorrere all'indebitamento senza limiti e alle stesse condizioni del tasso di interesse;
3. gli investitori conoscono la redditività futura dell'impresa;
4. la possibilità di suddividere le imprese in classi di "rendimento equivalente" e di conseguenza di "rischio equivalente";
5. agli investitori sono applicate le stesse condizioni delle imprese.

La prima proposizione di Modigliani e Miller afferma che in un mondo privo di imposte e di altre imperfezioni, il valore dell'impresa indebitata (*levered*) è esattamente uguale al valore di un'impresa priva di debito o all-equity (*unlevered*).

$$V_L = V_U$$

V_L = valore dell'impresa indebitata (*levered*)

V_U = valore di un'impresa priva di debito o all-equity (*unlevered*)

L'insensibilità dei flussi totali al rapporto di indebitamento equivale ad affermare che il costo medio ponderato del capitale aziendale (WACC) non cambia, qualunque sia il rapporto di indebitamento.

La seconda proposizione di M&M afferma che il costo del capitale azionario di equilibrio è dato dalla seguente relazione:

$$k_e = k_{EU} + (k_{EU} - k_D) \times D/E$$

k_e = costo del capitale dell'impresa

k_{EU} = costo del capitale nel caso di un'impresa che non fa ricorso al capitale di debito ma si finanzia esclusivamente tramite equity

k_D = costo del capitale nel caso di un'impresa che si finanzia esclusivamente facendo ricorso al debito

D = Totale debito

$E = \text{Totale Equity}$

Questa è l'equazione di una retta con intercetta k_{EU} (costo del capitale azionario di un'azienda finanziata esclusivamente con capitale azionario - azienda *unlevered*) e coefficiente angolare $(k_{EU} - k_D)$. Poiché k_{EU} è influenzato principalmente dal rischio operativo dell'azienda, l'inclinazione positiva della retta riflette la circostanza secondo cui, incrementando progressivamente il rapporto di indebitamento, l'azionista si fa carico anche di un rischio finanziario crescente e quindi pretenderà una remunerazione più elevata.

Secondo Modigliani e Miller il valore dell'impresa è dunque dato dalla redditività e dal rischio insito nell'attività d'impresa; in questo caso il passivo rappresenta solo la ripartizione tra capitale proprio e mezzi di terzi.

Consideriamo ora due imprese identiche, che differiscono soltanto nella loro politica finanziaria. La prima impresa - denominata A - sceglie il rapporto di indebitamento che si suppone "migliore", mentre la seconda impresa - la B - preferisce non avere debito, e sceglie di finanziarsi solo con azioni. Secondo le ipotesi del modello di M&M, l'impresa "A" dovrebbe valere di più dell'impresa "B". Tuttavia, se così fosse, le famiglie potrebbero vendere le azioni dell'impresa "A", comprare quelle dell'impresa "B" (a costo minore) e indebitarsi esse stesse in pari misura, così replicando la composizione per ipotesi ottima delle passività dell'impresa "A" (si noti che le famiglie possono indebitarsi agli stessi termini dell'impresa, essendo i mercati finanziari perfetti per ipotesi). Le famiglie avrebbero così riprodotto la composizione delle passività dell'impresa "A" a minor costo rispetto al loro valore di mercato, e quindi avrebbero ottenuto un profitto da arbitraggio. Poiché questa possibilità resta aperta finché il valore dell'impresa "A" è maggiore del valore dell'impresa "B", le famiglie avrebbero a disposizione una fonte di guadagno infinita, il che ovviamente non è compatibile con una situazione di equilibrio. *Perché i mercati delle azioni e del debito siano in equilibrio, quindi, l'impresa "A" e l'impresa "B" devono avere lo stesso valore di mercato, indipendentemente dalla loro struttura finanziaria.* Questa teoria è stata una delle prime applicazioni di un ragionamento basato sull'arbitraggio nella valutazione delle attività finanziarie (il cosiddetto "pricing by arbitrage"). [Pagano 2003]

Il teorema di M&M ha subito nel tempo pesanti critiche e gli stessi autori hanno proposto 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 di M&M.

Il primo elemento che contrasta l'assunzione di un "mercato perfetto" è l'esistenza dell'imposizione fiscale.

Secondo il modello di M&M, in presenza di imposizione fiscale, il valore dell'impresa indebitata è maggiore di quello dell'impresa *unlevered*.

La prima proposizione di M&M con imposte societarie si trasforma così:

$$V_L = V_U + T_C \times D$$

V_L = valore dell'impresa indebitata (*levered*)

V_U = valore di un'impresa priva di debito o all-equity (*unlevered*)

T_C = aliquota fiscale

D = totale debito

La seconda proposizione di M&M con imposte societarie invece in:

$$k_e = k_{EU} + (k_{EU} - k_D) \times (1 - T_C) \times D/E$$

k_e = costo del capitale dell'impresa

k_{EU} = costo del capitale nel caso di un'impresa che non fa ricorso al capitale di debito ma si finanzia esclusivamente tramite equity

k_D = costo del capitale nel caso di un'impresa che si finanzia esclusivamente facendo ricorso al debito

D = Totale debito

E = Totale Equity

T_C = aliquota fiscale

La tassazione influenza fortemente le caratteristiche degli strumenti finanziari modificando il costo del capitale e il rendimento effettivo per l'investitore.

In presenza di imposte societarie, se gli oneri finanziari sono fiscalmente deducibili, il debito ha un vantaggio fiscale rispetto al capitale netto. Questo vantaggio fiscale corrisponde al valore attuale dei benefici fiscali del debito corrispondenti ai minori flussi in uscita per pagamento delle imposte, che sono pari, annualmente, al prodotto degli oneri finanziari per l'aliquota fiscale a livello societario. Tuttavia, una stima

così fatta sopravvaluta il vantaggio fiscale del debito. Bisogna, infatti, considerare anche altri due aspetti: le imposte a livello personale a carico degli investitori (rispetto alle quali, in genere, il debito è svantaggiato rispetto al capitale proprio) e l'esistenza di scudi fiscali alternativi al debito, che possono ridurre la capienza fiscale del reddito dell'impresa, non consentendo di godere appieno dei vantaggi fiscali del debito.

A livello di imposte personali degli investitori, i redditi provenienti da rapporti di credito (gli interessi attivi) sono in genere penalizzati fiscalmente rispetto ai redditi provenienti dal possesso di quote di capitale delle imprese, per esempio, perché le aliquote fiscali sui capital gains sono nulle o più ridotte, oppure perché sono riconducibili in termini di valore attuale per effetto della posposizione della realizzazione dei guadagni in conto capitale. Questo comporta uno svantaggio fiscale del debito che tende a compensare, almeno in parte, il primo vantaggio (che però rimane positivo in quasi tutti i paesi).

In questo caso, il differenziale d'imposizione fiscale si riflette indirettamente sull'impresa in termini di maggiori tassi lordi di rendimento richiesti dagli investitori sui titoli emessi dall'impresa.

Possiamo concludere quindi che bisogna bilanciare il debito in base alle aliquote d'imposta gravanti sulla società e sugli azionisti, conviene indebitarsi fino a quando l'aliquota d'imposta personale da pagare sugli utili d'impresa è superiore all'aliquota d'imposta sugli interessi.

In sintesi si può dire che secondo Modigliani e Miller il valore di mercato dell'impresa altro è da intendersi come la somma del valore di mercato delle sue azioni e delle sue obbligazioni. Da ciò possiamo individuare la vera intuizione di Modigliani e Miller, cioè aver capito che, in assenza di tassazione, il valore di mercato dell'impresa non viene influenzato dalla proporzione relativa di azioni e obbligazioni, ma rappresenta un *pruis* rispetto alla composizione del finanziamento in termini di azioni e obbligazioni. Questa proporzione tra azioni e obbligazioni diventa perciò responsabile soltanto della scomposizione del flusso dei profitti lordi tra redditi azionari e redditi obbligazionari. A questa deduzione c'è un corollario, ossia il fatto che il *costo del capitale per l'impresa* è dato dalla media ponderata tra tasso di rendimento delle azioni e tasso di interesse sulle obbligazioni.

1.1.3 La Trade-off Theory

Al fine di dare conto dell'evidenza empirica che le decisioni finanziarie delle imprese sono rilevanti, sia a livello d'impresa che di settore industriale (i diversi settori industriali sono caratterizzati da rapporti debito/azioni piuttosto stabili), occorre una teoria che includa la tassazione, i costi di fallimento e la pressione fiscale. La *Trade-off theory*, o teoria dei costi del dissesto, poggia sulla constatazione che esiste una categoria di costi, prima non considerata, legata alla componente del debito presente all'interno della struttura finanziaria di un'impresa, tale da portare l'impresa stessa ad una situazione di dissesto e ad un eventuale (conseguente) fallimento.

Nel modello del trade-off, il livello dell'indebitamento ottimale è dato dal rapporto di indebitamento in corrispondenza del quale il costo medio ponderato del capitale raggiunge il punto di minimo.

Secondo Warner (1977) e Altman (1984), 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.

Un elevato indebitamento favorisce il passaggio dal dissesto economico al dissesto finanziario poiché i finanziatori potrebbero decidere di limitare i finanziamenti verso l'impresa. Di conseguenza si ha una riduzione del valore di mercato dell'impresa stessa. Su queste basi le imprese più rischiose ricorrono al capitale di rischio in misura minore rispetto a quanto suggerirebbero le teorie.

I costi del fallimento vengono suddivisi in due differenti tipologie:

- costi diretti, quali le spese legali ed amministrative legate alla procedura concorsuale;
- costi indiretti, originati dai costi causati da problemi organizzativi e gestionali derivanti da comportamenti opportunistici degli *stakeholders*.

La presenza di costi di fallimento (diretti e indiretti) rappresenta uno svantaggio del debito in termini di diminuzione del valore, la cui entità è pari al valore attuale dell'ammontare dei costi di fallimento per la probabilità che il fallimento si verifichi. Tra imprese diverse varia la probabilità di fallimento e varia l'entità dei costi di fallimento, in funzione di caratteristiche specifiche d'impresa e business di appartenenza.

Univoca è nella teoria la definizione di *costi diretti di fallimento*: costi amministrativi e legali della procedura fallimentare. Più incerta e variabile è la definizione di *costi*

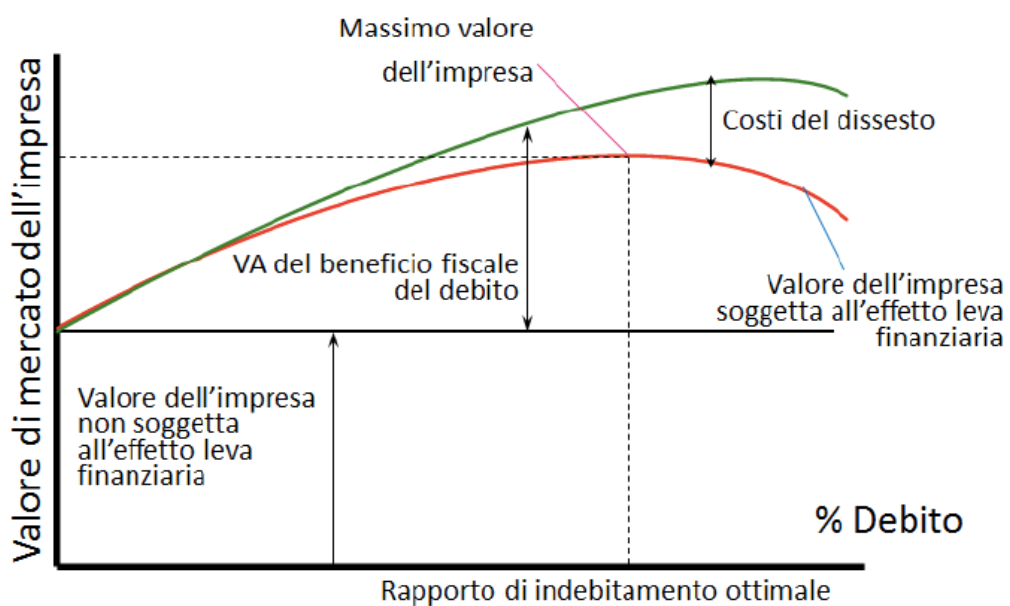
indiretti di fallimento, essi nascono dalla percezione negativa che hanno i diversi *stakeholders* dell'impresa al crescere dell'indebitamento dell'impresa. Questa tipologia di costi può essere così sintetizzata:

- a) *costi indiretti del dissesto di tipo finanziario*: un'impresa in cui cresce l'indebitamento è sempre più difficile riuscire ad ottenere nuove risorse finanziarie da terzi;
- b) *costi indiretti del dissesto legati alle risorse umane*: un'impresa fortemente indebitata deve pagare dei salari più elevati per convincere il proprio personale a non abbandonarla;
- c) *costi indiretti del dissesto riguardanti gli approvvigionamenti*: i prezzi pattuiti dai fornitori di imprese fortemente indebitate sono più alti perché molti fornitori temono di non essere pagati per le loro forniture.
- d) *costi indiretti del dissesto commerciali*: i clienti preferiscono non acquistare da imprese che potrebbero non essere in grado di garantire la fornitura dei prodotti acquistati.

I costi elencati precedentemente possono avere natura di maggiori oneri (a), b) e c)) o di minori incassi (a) e d)).

Il concetto di *trade-off* tra valore dell'impresa e rapporto di indebitamento è chiarito nella figura seguente.

Figura 2 – Valore dell'impresa in relazione alla percentuale di Debito



Fonte: Brealey, Myers, Sandri (2007)

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

$$V_L = V_U + V_T - V_F$$

dove:

V_L = valore complessivo (*levered*) dell'impresa;

V_U = valore *unlevered*, ossia quello in assenza di debito;

V_T = valore dei benefici fiscali;

V_F = valore degli effetti negativi dell'indebitamento

Secondo questa teoria, esiste un rapporto di indebitamento ottimale dovuto alla migliore scelta nel trade-off tra i benefici dovuti alla deducibilità degli oneri finanziari ed i costi relativi al dissesto. Conseguenzialmente esiste anche una struttura finanziaria ottima per l'impresa.

La teoria del *trade-off* considera i costi di fallimento non limitati alla loro entità in assoluto, ma anche in relazione alla probabilità che essi si verifichino ed ipotizza un legame inverso tra probabilità di fallimento e debito, a partire da un livello di soglia critica dei costi di fallimento.

Anche questa teoria è stata oggetto di numerose critiche, ma uno degli aspetti più interessanti rilevati, è l'aver riconosciuto che i rapporti di indebitamento ottimi possono variare da impresa ad impresa e soprattutto tra i diversi settori, come avremo modo di approfondire successivamente.

1.1.4 La pecking-order theory

Nel 1984 Myers e Majluf svilupparono la Teoria dell'Ordine di Scelta, anche detta Pecking-Order Theory. Tale teoria si basa sul concetto di asimmetria informativa (*moral hazard* e *adverse selection*) tra manager e stakeholders esterni (azionisti e creditori). La tesi portata avanti dagli Autori all'interno della loro ricerca, sostiene che l'asimmetria informativa influenzi le scelte tra finanziamento interno ed esterno, rafforzando il principio secondo il quale esiste una precisa gerarchia tra le fonti di finanziamento.

All'interno del loro studio i due autori partono da tre ipotesi di base:

- 1) assenza di imposte e costi transazionali;
- 2) tasso di interesse privo di rischio nullo;
- 3) esistenza di un mercato finanziario efficiente.

Per dimostrare la loro Teoria, Mayers e Majluf considerano:

X = il valore degli investimenti in essere dell'impresa;

$E_{(x)}$ = il valore atteso che la variabile X assumerà al tempo $t+1$ (noto al management al tempo 0);

Y = il VAN di un investimento profittevole che l'impresa può realizzare al tempo 0;

$E_{(y)}$ = il valore atteso di y che assumerà al tempo $t+1$ (noto al management al tempo 0);

I = Investimenti profittevoli;

$L < I$ = Fondi liquidi disponibili per realizzarlo;

$F = I - L$ = Finanziamento esterno (l'impresa non ha debito emesso);

$F = NA$ = Finanziamento tramite emissione di nuove azioni;

$F = D$ = Finanziamento tramite debito (rischioso e non);

P' = Valore di mercato delle azioni esistenti al tempo 0 (data la decisione di emettere azioni per investire);

NA' = Valore di mercato delle nuove azioni al tempo $t+1$.

Le argomentazioni di Mayers e Mjlf si basano sulla conoscenza delle distribuzioni probabilistiche di x e di y riguardo ai segnali che il management comunicherebbe agli investitori attraverso il proprio comportamento ed ai riflessi che la strategia avrebbe sul prezzo delle azioni.

Seguendo queste ipotesi, il valore dell'impresa può essere espresso dalla seguente equazione:

$$\frac{P'}{P' + NA} (x + y + NA + L)$$

Il management, nel caso in cui voglia perseguire la massimizzazione del benessere dei vecchi azionisti, emetterà nuove azioni e realizzerà l'investimento solo nell'ipotesi in cui il valore raggiunto sia almeno pari a $L + X$.

Per i vecchi azionisti sarà conveniente realizzare l'investimento se:

$$\frac{NA}{P' + NA} (L + x) \leq \frac{P'}{P' + NA} (NA + y)$$

Il ritorno in termini di valore atteso nel caso di realizzazione dell'investimento sarà pari a:

$$VAN(y) \geq (NA' - NA)$$

Quindi, se il management agisce nell'interesse degli azionisti, scarterà tutti gli investimenti in cui, seppur ci sia un VAN positivo, questo non risulterà superiore all'incremento delle azioni emesse per finanziarli.

Secondo Jensen e Meckling (1976) vanno considerati i costi di agenzia derivanti dall'asimmetria informativa tra le parti, facendo riferimento a tutti gli oneri sostenuti dall'impresa, derivanti da comportamenti opportunistici e conflitti d'interesse tra gli operatori esterni ed i manager. Jensen e Meckling traggono come conseguenza una maggiore tendenza alla scelta di intraprendere politiche di redistribuzione della ricchezza che vanno a danno dei creditori. Da ciò consegue l'adozione, da parte di questi ultimi, di azioni difensive, come l'aumento del tasso d'interesse e delle garanzie richieste.

Gli stakeholders esterni possono essere diffidenti rispetto alle scelte manageriali e si viene a creare un sistema gerarchico nella scelta delle fonti di finanziamento. Secondo questo ordine di scelta gerarchico, l'investimento è preferibilmente finanziato con fondi interni, soprattutto utili reinvestiti sotto forma di autofinanziamento. La seconda scelta ricade sulla richiesta di prestiti e sul conseguente utilizzo di capitale di debito. Infine, l'ultima scelta è quella dell'emissione di azioni, che risulta la meno gradita agli investitori già presenti all'interno dell'impresa poiché l'apertura al mercato esterno viene letta come una forma di indebolimento; questo viene interpretato come un aumento del rischio legato all'investimento e di conseguenza gli investitori interni richiedono un incremento di remunerazione del capitale investito.

Alla base della *pecking order theory*, come detto in precedenza, sta l'esistenza di problemi di *adverse selection* e di *moral hazard* a causa di asimmetrie informative all'interno dei mercati finanziari. Viene stilata una sorta di graduatoria delle scelte di finanziamento adottate da ciascuna impresa, in base alle regole del mercato ed ai rischi di asimmetria informativa.

Tale graduatoria può essere così sintetizzata:

1. preferenza verso il finanziamento interno;
2. scelta di adottare la politica di stabilità dei *pay - out ratios* compatibile con le opportunità d'investimento;
3. nel caso in cui le risorse finanziarie interne a disposizione dell'impresa non siano sufficienti a coprire gli esborsi dovuti agli investimenti effettuati ed alla remunerazione del capitale di rischio, l'impresa ricorre al finanziamento

esterno prima tramite l'emissione di titoli di debito, poi ricorrendo a titoli "ibridi" (es. obbligazioni convertibili), ed infine utilizzando l'emissione di nuovi titoli azionari.

La tendenza a preferire l'autofinanziamento si può giustificare data la presenza di costi d'agenzia marginalmente crescenti legati all'incremento dell'ammontare di debito e di capitale azionario emesso.

Utilizzare i fondi interni consente quindi di evitare i costi di emissione ed i segnali negativi ad essa associati. I manager, sulla base di questo possibile scenario, tendono a trattenere le risorse internamente, piuttosto che distribuire gli utili. Quando questi non sono sufficienti, si preferisce sempre il ricorso all'emissione di debito all'emissione di capitale di rischio fino a quando il rischio di dissesto e i relativi costi si mantengono accettabili.

La conseguenza diretta di questa scala gerarchica di scelte finanziarie è che:

- un'impresa con poche opportunità di investimento, ma rilevanti flussi di cassa, sarà poco o per nulla indebitata;
- un'impresa con grandi opportunità di investimento, ma ridotti flussi di cassa, sarà molto indebitata.

Si può sintetizzare che non esiste un equilibrio ottimale tra debito e capitale netto, ma la struttura del capitale dell'impresa è il risultato del fabbisogno cumulato per investimenti e della generazione di risorse interne investibili.

Al contrario di quanto sostenuto dalla *Trade-off theory*, tale teoria mette in secondo piano l'importanza dei benefici fiscali dell'indebitamento affermando che le scelte della struttura finanziaria dipendono dallo squilibrio tra i cash flow interno e le opportunità di investimento.

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

	Trade off theory	Pecking order theory
Rapporto indebitamento e opportunità di crescita	Maggiori sono le opportunità di crescita minore sembra essere il ricorso al debito (relazione negativa).	Maggiore ricorso al debito in presenza di maggiori investimenti. (relazione positiva)

Rapporto indebitamento e dimensione	Le aziende più grandi visto il minor rischio di default (dovuto alla diversificazione delle attività) avrebbero un merito di credito migliore e costi di finanziamento più bassi. (relazione positiva)	Le imprese di maggiori dimensioni essendo quelle più conosciute al pubblico sono quelle che possono emettere con costi minori azioni e capitale di rischio. (relazione negativa)
Rapporto indebitamento e profittabilità	Le imprese profittevoli dovrebbero avere un debito maggiore rispetto a quelle poco profittevoli. (relazione positiva)	Le imprese più profittevoli sarebbero quelle meno indebitate. (relazione negativa)

Fonte: Caruso 2007, pag. 18

1.1.5 La Teoria dei segnali

La Teoria dei segnali si sviluppa a partire dai contributi di Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), che, impiegando uno schema di *signalling*, mettono in rilievo gli effetti della presenza di asimmetrie informative e sulle scelte di finanziamento delle imprese.

L'ipotesi di partenza del contributo di L. & P. è rappresentata dal divario informativo tra imprenditori e stakeholders esterni: l'unico modo a disposizione dell'imprenditore per convincere gli operatori finanziari ad investire nei propri progetti imprenditoriali, consiste nel far ricorso a dei segnali, ossia nell'attuare determinati comportamenti che vengono percepiti dal mercato come indicatori della qualità dei progetti proposti. Il segnale preso in considerazione dai due autori è rappresentato dalla propensione dimostrata dall'imprenditore a investire risorse proprie nei progetti. In presenza di una condizione di asimmetria informativa la disponibilità degli operatori finanziari a investire all'interno dell'impresa è direttamente proporzionale alle risorse investite dall'imprenditore stesso, cioè, in termini di indicatori, del tasso di incidenza del capitale di rischio sul totale del passivo. Da questo consegue che le modalità di finanziamento dell'impresa risultano avere un impatto notevole sul valore aziendale. Alle imprese con un elevato rapporto di capitalizzazione tende ad essere attribuito, a

parità di altre condizioni, un valore superiore rispetto a quello di imprese che fanno maggiore ricorso al debito.

Questa conclusione ha delle implicazioni molto interessanti: le imprese maggiormente capitalizzate sono in grado di disporre anche di una maggiore capacità di indebitamento perché trovano una maggiore disponibilità da parte degli operatori finanziari a investire nei relativi progetti di investimento. L'elevato livello di capitalizzazione viene quindi interpretato dal mercato come segnale di una condizione di solidità dell'impresa, attirando in questo modo capitale a titolo di debito.

L'ipotesi dei segnali assume che, in una condizione di asimmetria informativa, le decisioni di composizione del mix della struttura finanziaria possano essere utilizzate per fornire al mercato determinate informazioni altrimenti non comunicabili.

Il contributo di Ross (1977) analizza come le variazioni della composizione della struttura finanziaria vengono percepite dagli operatori esterni, quali segnali di una modificazione del grado di rischio che contraddistingue l'impresa stessa. Da questo approccio emerge quindi che il management aziendale sia in grado di inviare segnali precisi circa le prospettive di evoluzione futura della situazione aziendale, attraverso le decisioni prese relativamente a determinate variabili finanziarie. L'autore si sofferma in maniera particolare sull'analisi della leva finanziaria e su come un maggior ricorso al debito possa essere interpretato come un fattore positivo, poiché implica la capacità da parte dell'impresa di far fronte alla restituzione del capitale e del pagamento degli interessi.

L'autore sottolinea, però, che tale strategia possa essere attuata soltanto dalle imprese di successo, poiché in caso contrario provocherebbe oneri eccessivi.

1.1.6 La Teoria dell'agenzia

La teoria dell'agenzia si basa sul contributo di Jensen e Meckling (1976) i quali definiscono una relazione di agenzia come un contratto in base al quale una o più persone (*il principale*) obbligano un'altra persona (*l'agente*) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente.

La Teoria dell'agenzia studia i problemi esistenti tra due parti tra le quali esiste una divergenza di interessi (il rapporto tipico analizzato è quello tra imprenditore e dipendente), un'asimmetria informativa ed una imperfetta informazione sulle diverse situazioni e sui comportamenti degli attori coinvolti. Normalmente l'agente ha delle

informazioni in più rispetto al principale, e, se quest'ultimo vorrà in qualche modo diminuire questo gap informativo, ciò presupporrà dei costi aggiuntivi monetari e non, che possono essere così sintetizzati:

- costi di sorveglianza e di incentivazione per orientare i comportamenti dell'agente;
- costi di obbligazione sostenuti dall'agente per assicurare al principale che non adotterà dei comportamenti volti a danneggiarlo e che, se verranno adottati, potrà risarcire il principale;
- parte residua, ossia il costo opportunità tra il comportamento che avrebbe dovuto attuare l'agente e quello che effettivamente ha attuato.

Le due parti potranno utilizzare le asimmetrie informative a proprio vantaggio e possiamo distinguere:

- la selezione avversa (opportunismo ex ante);
- azzardo morale (opportunismo ex post).

In generale, possiamo riconoscere che si ha la selezione avversa quando una parte nasconde o modifica le informazioni fornite all'altra parte, prima che il contratto venga stipulato, mentre si ha azzardo morale quando si attua un comportamento scorretto nell'esecuzione di ciò che è previsto come oggetto del contratto. Un esempio di selezione avversa può essere quello dell'agente, che per essere assunto fornisce delle informazioni inesatte o incomplete al principale. Un esempio di azzardo morale invece è rappresentato dal fatto che l'agente può non rispettare il contratto stipulato con il principale.

La Teoria appena illustrata può essere utilizzata considerando i diversi tipi di agenti che vi possono essere all'interno dell'azienda. In generale, è possibile affermare che vi è una relazione di agenzia quando dei soggetti ne assumono altri per effettuare una prestazione, delegandogli autonomia decisionale. Rispetto a tale principio di base i diversi agenti che vi possono essere sono: gli azionisti, i creditori, i fornitori, lo Stato e in genere gli stakeholders ecc...

Tra i diversi agenti possono venirsi a creare dei conflitti, come ad esempio tra azionisti-creditori, manager azionisti e azionisti di maggioranza/az. di minoranza.

Presupposto di base della teoria dell'agenzia è che entrambe le parti attuino questi comportamenti per massimizzare la propria utilità, mentre il problema che questa teoria si propone di risolvere è quello di individuare la struttura contrattuale che minimizza i costi di agenzia.

1.2 La struttura finanziaria delle PMI: una review della letteratura

La letteratura sulle *determinanti della struttura finanziaria* si è concentrata quasi esclusivamente sull'analisi delle caratteristiche della struttura finanziaria delle imprese di grandi dimensioni, caratterizzate da azionariato diffuso e dalla separazione tra proprietà (azionisti) e controllo (manager). Spesso nella letteratura le *Piccole e Medie imprese* (PMI) sono state considerate delle "piccole imprese di grandi dimensioni" o delle imprese di grandi dimensioni in embrione.

Oggi, gli studi più recenti si sono concentrati su questa tipologia tipica di imprese, notando che esse richiedono un approccio specifico, ciò a causa della scarsa apertura a soci esterni e della mancanza di titoli quotati in mercati ufficiali, che rendono ancor più difficile il ricorso a nuovo capitale.

Per le imprese di minore dimensione si ritengono non applicabili alcune tra le principali teorie sulla scelta della struttura finanziaria e si formulano di conseguenza ipotesi teoriche di scelta del mix *debito-equity* differenti da quelle delle imprese maggiori, considerando per esempio rilevanti per le scelte delle altre variabili.

1.2.1. Studi empirici sulla struttura finanziaria delle PMI europee

Per comprendere la struttura finanziaria delle imprese minori e dei rapporti di queste con i finanziatori esterni non si può prescindere dagli elementi che le caratterizzano rispetto alle grandi imprese e le differenze relative. In alcuni studi di Lopez-Gracia e Sorgorb-Mira, vengono chiaramente individuate queste differenze; in questi studi, infatti, vengono messi a confronto i risultati ottenuti dal campione di PMI con quelli di un campione di controllo di grandi imprese, le variabili esplicative usate per spiegare la struttura finanziaria sono le stesse, cambiano la significatività e l'impatto sulla leva nei due diversi campioni.

Tali differenze vengono affrontate da altri studi come supposte *ex ante*, tramite la scelta di alcune teorie che si ritiene siano meglio adatte a spiegare la scelta della struttura finanziaria delle imprese esaminate. Altre possibili alternative sono legate ad una rilettura dell'impatto delle determinanti più frequentemente utilizzate negli studi empirici sulla struttura finanziaria alla luce delle peculiarità delle PMI, o ancora all'osservazione delle differenze nella struttura finanziaria tra le PMI e le grandi imprese.

Dallo studio di Cressy-Olofsson del 1997, emergono delle differenze evidenti nella struttura finanziaria delle PMI, e nelle caratteristiche che potrebbero influenzarla, rispetto alle grandi imprese:

- di solito sono meno indebitate;
- si ha una maggiore incidenza del debito finanziario a breve;
- il debito finanziario è quasi esclusivamente debito bancario;
- si basano maggiormente sui fondi interni per finanziare gli investimenti;
- si ha una maggiore incidenza del capitale circolante e minore degli investimenti fissi;
- sono più rischiose finanziariamente ed hanno quindi tassi di insolvenza/fallimento maggiori;
- ricorrono raramente alla raccolta di capitale di rischio al di fuori della compagine proprietaria.

Tali caratteristiche specifiche sarebbero spiegabili mediante la *pecking order hypothesis*. Shyam-Sunder e Myers (1999) verificano empiricamente quale sia la strategia di fondo seguita dalle imprese, distinguendo tra strategia finanziaria supposta dalla *pecking order hypothesis* (POH) e l'ipotesi di ottimo.

Come visto in precedenza, la *pecking order theory*, postula che il costo di finanziamento aumenta in presenza di asimmetria di informazione. La *pecking order theory* sembrerebbe particolarmente adatta a spiegare le scelte di struttura finanziaria delle PMI, soprattutto perché nel caso delle PMI sarebbero particolarmente elevate le asimmetrie informative ed i costi di transazione/informazione nell'accesso alle fonti di finanziamento esterne. Le PMI, infatti, si caratterizzano per un'elevata opacità informativa, nonché per rischi più elevati di *moral hazard* e di *adverse selection*.

Molti studiosi hanno ritenuto che la POH, tuttavia, nel caso delle PMI va rivisitata, considerando l'effetto del "*control aversion*" che caratterizza le PMI che, per evitare il controllo da soggetti esterni e la diluizione della proprietà, tendendo a fare rilevante affidamento per la copertura del loro fabbisogno sulle fonti autogenerate e raramente ricorrono all'emissione di capitale di rischio da parte di proprietari terzi. Ma, nel caso delle PMI, l'obiettivo della massimizzazione del valore di mercato e l'effetto delle asimmetrie informative delle azioni, ha una scarsa rilevanza poiché in maggioranza sono imprese non quotate.

Un altro elemento che fa ritenere opportuna una rivisitazione della POH è che nel ricorso al debito, i problemi sopra descritti portano ad una prevalenza del debito a

breve termine, che è coerente con la struttura dell'attivo (*matching* per scadenze tra fonte e fabbisogno e limitate garanzie fornite dal basso valore collaterale degli *assets*), con i problemi di agenzia nel rapporto con i creditori e con il minore potere contrattuale nei confronti degli intermediari finanziari. Per le PMI sono più frequenti i vincoli sul lato dell'offerta che portano ad evidenziare una maggiore correlazione tra fonti autogenerate e fabbisogno per investimenti.

Molto spesso nelle PMI il debito è fornito dai proprietari o è da loro garantito con garanzie personali o sul patrimonio personale, elemento che rende difficile distinguere il debito finanziario dell'impresa dai mezzi propri investiti dall'imprenditore.

La POH, nella versione rivisitata per le PMI, trova quasi generale supporto nelle analisi che la verificano empiricamente.

Nello studio di Michaelas et al. (1999) su un campione di 3500 PMI (imprese con meno di 200 addetti) nel Regno Unito, vengono considerati quasi tutti i settori industriali nel periodo 1988-1995. In questo studio si considera un orizzonte temporale sufficientemente ampio da consentire di indagare anche gli effetti del ciclo economico sulle scelte di finanziamento delle PMI. Gli autori considerano gli effetti di un elevato numero di determinanti sia sull'indebitamento totale sia sulla struttura per scadenza del debito. Tra i risultati ottenuti abbiamo che la determinante fiscale non è rilevante, sia misurata come aliquota fiscale effettiva che come scudi fiscali alternativi al debito, e questo si spiegherebbe con il fatto che le PMI sono generalmente meno profittevoli e quindi hanno meno utili da utilizzare per lo scudo fiscale. In secondo luogo, le imprese più profittevoli sono meno indebitate, soprattutto meno indebitate a lungo termine: all'aumentare della redditività, accantonano gli utili e rimborsano il debito a lungo termine. Per quanto riguarda la composizione dell'attivo, essa incide sull'indebitamento. Dall'analisi dei casi aziendali è stato evidenziato che l'incidenza dell'attivo fisso tangibile aumenta l'indebitamento a lungo termine e l'incidenza delle scorte aumenta l'indebitamento a breve termine. Le PMI fanno maggiore affidamento sulle garanzie che potrebbero essere offerte ai finanziatori bancari, perché hanno maggiori asimmetrie informative, maggiori costi di monitoraggio e sono considerate in genere più rischiose. Inoltre la maggiore difficoltà a riscuotere i crediti porta le PMI a ricorrere al debito a breve piuttosto che quello a lungo termine. Lo studio ha evidenziato anche una relazione positiva con lo sviluppo delle imprese: quelle più dinamiche hanno infatti un

maggior fabbisogno finanziario da finanziare con le fonti esterne e quindi con il debito finanziario. Un altro elemento emerso è che, man mano che aumentano di dimensione, le imprese sostituiscono il debito a breve termine con il debito a lungo termine. Gli autori hanno anche notato che le imprese più giovani sono più indebitate, questo probabilmente perché hanno minori riserve di utili accantonati. Dallo studio è emerso che l'effetto settore è rilevante per tutti i settori analizzati, si è notata un'influenza sia a livello di indebitamento sia nella struttura per scadenza del debito. Infine si è dimostrato rilevante anche il ciclo economico, durante i periodi di recessione, aumenta l'indebitamento a breve e si riduce quello a lungo. Viceversa, nella fase espansiva. In recessione, le imprese conseguono meno utili, accumulano scorte e riscontrano ritardi nei pagamenti dai clienti, sono quindi costrette a fare ricorso in misura maggiore al debito finanziario a breve termine. Di contro rallenta il processo di accumulazione del capitale e quindi riducono l'indebitamento a lungo termine. In espansione avviene il contrario: utilizzano maggiori utili per rimborsare il debito a breve termine e riprendono ad effettuare investimenti fissi.

In sintesi si può affermare che pur essendo significati statisticamente i legami rilevati che confermano la POH, va detto che tuttavia il potere esplicativo del modello è molto basso (non supera il 25%) e ciò nonostante siano numerose le determinati utilizzate. Questo vuol dire che c'è un 75% di variabilità dell'indebitamento delle PMI analizzate che non si riesce a spiegare.

Lopez-Gracia e Aybar-Arias (2000) hanno verificato la POH su un campione di imprese spagnole nel periodo 1994-1995, concentrandosi sull'impatto di due sole variabili: la dimensione (definiscono a monte tre gruppi di PMI: micro, *small* e *medium*) e il settore come indicatore indiretto della presenza di attivo tangibile e quindi di collaterale da offrire a garanzia del debito bancario. Questa volta però i risultati ottenuti sono parziali e contraddittori; infatti, il settore non risulta rilevante e contrariamente alle attese sono le medie imprese e non le micro che fanno maggiore ricorso all'autofinanziamento, le micro invece fanno maggiormente ricorso al debito bancario a breve termine.

La *Pecking Order Hypothesis* viene avvalorata anche negli studi condotti da Lopez-Gracia e Sorgorb-Mira (2008) basati su un campione molto esteso e rappresentativo di PMI spagnole (meno di 250 addetti o fatturato inferiore ai 40 milioni di dollari o attivo fino a 27 ml di dollari) in un lasso temporale di 10 anni (1995-2004). All'interno dello studio è stata sviluppata una variabile che tiene conto

congiuntamente del fabbisogno per investimenti e delle risorse interne autogenerate, si è visto che questa variabile influisce sull'indebitamento finanziario a breve termine in maniera coerente con la POH riformulata per le PMI. Questo studio mette in evidenza che le PMI perseguono un livello di indebitamento ottimale, anche se l'adeguamento all'ottimo è lento e parziale per la maggiore rilevanza dei costi di transazione e per i vincoli/restrizioni al finanziamento esterno che le PMI incontrerebbero: misurano un coefficiente di adeguamento all'ottimo decisamente inferiore rispetto a quello ottenuto da studi precedenti su imprese di maggiore dimensione.

Invece lo studio condotto da Hall (2004) era indirizzato ad indagare se il paese di appartenenza influenza le scelte di struttura finanziaria delle PMI. L'analisi partiva dalla riflessione che, nel caso delle PMI, la rilevanza dell'effetto *country-specific* potrebbe assumere un'importanza particolare perché, trattandosi d'impresa non quotate, è ragionevole ritenere che le loro scelte di finanziamento siano maggiormente influenzate dalla specificità del paese di appartenenza. Il campione considerato è ampio sia per numero d'impresa (4000 PMI con addetti non superiori a 200 nel 1995) che per numero di paesi europei (8 paesi: Belgio, Germania, Spagna, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito). Dallo sviluppo dell'analisi si evince che l'effetto *country* modifica il modello di scelta della struttura finanziaria e che le differenze tra paesi, nell'impatto delle determinanti più frequentemente utilizzate, sull'indebitamento a breve termine e a lungo termine (redditività, sviluppo, tangibilità dell'attivo, dimensione ed età), non dipendono dal fatto che le imprese assumono valori diversi di queste caratteristiche tra paesi. In sintesi, alcune determinanti sono rilevanti e altre no, ed inoltre, anche l'impatto di quelle rilevanti è diverso. Oltre al potere esplicativo comunque basso, si evince che l'effetto paese fa variare il legame determinanti-leva. I paesi in cui le determinanti indicate sono meglio in grado di spiegare la leva sono il Regno Unito, l'Italia e la Spagna, ossia quelli in cui sono esistenti le imperfezioni del mercato dei capitali che le determinanti misurano in maniera più o meno diretta.

1.2.2. Studi empirici sulla struttura finanziaria delle PMI americane

Molti autori si sono dedicati a sviluppare analisi sulla struttura finanziaria delle PMI. Gregory (2005) ha condotto uno studio sulla verifica della teoria del ciclo finanziario di Berger-Udell (1998) su un panel di circa 1000 PMI (con meno di 599 addetti) non

finanziarie USA. L'autore ha suddiviso il campione in tre classi di imprese, considerando gli stadi del ciclo di vita finanziario:

1. *insider financing group*: fanno parte di questa categoria le imprese che fanno prevalente affidamento su fonti personali e della famiglia, *business angels* e credito commerciale;
2. un secondo gruppo che utilizza in prevalenza debito a breve e *venture capital*;
3. un terzo gruppo che utilizza *equity* raccolto sul mercato e debito a lungo termine.

Gli elementi discriminanti all'interno della suddivisione nei gruppi considerati sono quelli definiti dal modello: età, dimensione e disponibilità d'informazioni, oltre alle variabili settoriali. Dallo sviluppo dello studio risulta che il settore di appartenenza non riveste un'importanza elevata ed inoltre la teoria del ciclo finanziario risulta confermata in parte. Dai dati analizzati risulta che il terzo gruppo è ben distinto rispetto alla dimensione dal primo gruppo, inoltre la disponibilità di informazioni non è significativa e contrariamente alle aspettative, le imprese più giovani sono nel gruppo 3 e le meno giovani nel gruppo 2.

Anche nello studio condotto da Gibson (2002) viene esaminata la struttura finanziaria delle PMI statunitensi. Il campione di riferimento era costituito da circa 3.500 imprese USA con meno di 500 addetti e suddiviso in 4 *clusters*:

1. imprese eccessivamente indebitate (*excess debt*), con indebitamento medio del 160%;
2. imprese a prevalenza di debito (*predominantly debt*) con un indebitamento totale dell'80% circa (65% debito finanziario e 15% debito altro);
3. imprese che combinano debito ed *equity* più o meno in parti uguali (*combined debt and equity*), con prevalenza di debiti non finanziari a breve termine;
4. imprese in prevalenza finanziate da mezzi propri del proprietario, in cui questa fonte incide per il 75% del capitale.

Dall'analisi condotta emerge che la teoria del ciclo finanziario di Berger-Udell è parzialmente confermata e l'evidenza che emerge non è particolarmente coerente e robusta con le ipotesi formulate. Il settore risulta essere una variabile importante, infatti le imprese dell'ultimo gruppo sono in prevalenza imprese del settore dei servizi e delle costruzioni. L'ultimo gruppo è anche quello composto da imprese con maggiore redditività e minore dimensione. Un'altra differenza che viene osservata tra

i quattro gruppi è l'età delle imprese, difatti le imprese più vecchie appartengono ai gruppi 3 e 4. E' stato osservato inoltre che l'incidenza di attivo tangibile è maggiore nel gruppo 2 e minore nel gruppo 3. In quest'ultimo gruppo ci sono anche le imprese più grandi. Non si rilevano invece differenze di rilievo tra i quattro gruppi in termini di tassi di sviluppo.

1.2.3. Studi empirici sulla struttura finanziaria delle PMI italiane

La realtà delle PMI italiane ha dimensioni notevoli. L'Italia infatti, secondo il rapporto SMEs della Commissione Europea, con 5,3 milioni di imprese attive, si classifica al primo posto in Europa per numero di microimprese e PMI, superando di gran lunga paesi come Germania e Francia.

Alcuni autori si sono dedicati all'analisi della struttura finanziaria delle PMI italiane. Venanzi (2005) ha confermato le ipotesi POH considerando un campione di medie imprese industriali italiane (circa 3.843 società di capitali indipendenti nella classe 50-499 addetti e con fatturato compreso tra 13 e 260 milioni di euro) nel periodo 1996-2001.

Le medie imprese italiane sembrano mostrare una strategia mista relativa al mix debito-*equity*:

- privilegiano l'autofinanziamento e legano la loro strategia di crescita alla capacità di generare risorse interne per finanziarla;
- la quota di autofinanziamento del fabbisogno finanziario connesso alla gestione operativa è stabile nel tempo, ma inferiore all'unità;
- hanno necessità di ricorrere al debito, perché l'elevata concentrazione proprietaria del controllante rende difficile l'immissione di ulteriori mezzi propri per limiti nei patrimoni personali e familiari dei proprietari;
- l'elevata concentrazione proprietaria e il basso numero di quotate (meno dello 0,6%) confermano una forte ostilità all'allargamento della base proprietaria a terzi;
- scelgono un certo grado di indebitamento finanziario anche per sfruttare il vantaggio fiscale: le medie imprese italiane sono molto redditizie e hanno un'aliquota fiscale effettiva maggiore e minori scudi fiscali alternativi al debito delle grandi;
- sono più indebitate delle grandi nonostante il ricorso al debito avvenga entro limiti di elevata solvibilità. Tutto ciò rivela una spiccata avversione al rischio

dei decisori, e si ha un elevato coinvolgimento di risorse umane, oltre che finanziarie e di immagine nell'impresa: sono infatti più indebitate, ma hanno un minor rischio operativo.

Monteforte e La Rocca (2003) si sono dedicati alla verifica dell'ipotesi del ciclo finanziario condotta sul mercato italiano, arrivando a risultati contraddittori. L'analisi riguarda 72 PMI calabresi (1996-2000) dei settori manifatturiero, commercio e servizi. Dall'analisi è emerso che la dimensione è correlata positivamente con l'indebitamento, ma il legame con l'età è opposto a quello atteso; i risultati ottenuti evidenziano le imprese con attività consolidata e matura sono meno indebitate delle imprese più giovani. Gli Autori hanno riscontrato che le imprese consolidate hanno una maggiore capacità di utilizzo di risorse finanziarie diverse dal debito che, invece, risulta essere una risorsa cruciale per le giovani imprese. Per le imprese con più di dieci anni di vita la sensibilità della leva al variare delle risorse autogenerate è minima. Il legame negativo, invece, tra indebitamento e risorse autogenerate nelle imprese più giovani è più forte. Dall'analisi dei dati emerge che le imprese giovani ricorrono al debito bancario nelle prime fasi di vita per crearsi un'affidabilità economica sul mercato. Si è notata la tendenza per le imprese nelle prime fasi di vita, ad utilizzare il debito bancario anche in presenza di risorse autogenerate, solo quando sono molto elevate le risorse finanziarie autogenerate, l'indebitamento diminuirà.

Guiso (2003) ha condotto uno studio sulle PMI italiane su un campione di circa 5000 imprese con meno di 500 addetti considerando il periodo 1995-1997. Dall'analisi l'autore rileva un maggiore indebitamento finanziario per le imprese più grandi, meno profittevoli, con maggiore valore collaterale dell'attivo, più innovative e con proprietà meno concentrata. Da questo studio emerge che tra le imprese più piccole (meno di 30 addetti) c'è un 50% circa di imprese che non ricorrono affatto al debito bancario. Ciò avviene per scelta, non per vincoli e restrizioni dal lato dell'offerta: sono infatti imprese che hanno una maggiore incidenza dell'*equity* sul capitale complessivamente investito.

1.3. Conclusioni

Cercando di riassumere quanto analizzato in questo primo capitolo, possiamo affermare che le diverse forme di finanziamento delle imprese non sono perfettamente sostituibili. Nel corso dell'evoluzione delle teorie sulla struttura finanziaria sono stati analizzati i costi d'informazione e le asimmetrie informative i quali sono causa di costi del finanziamento esterno più elevati del costo del finanziamento interno, il differenziale di costo tra queste due forme di finanziamento è funzione inversa del grado di patrimonializzazione delle imprese.

Nella tabella seguente è riportata una sintesi delle principali teorie e dei risultati conseguiti dalla letteratura teorica ed empirica sul tema delle determinanti della struttura finanziaria, raggruppati per argomento.

Nella prima colonna viene riportata la correlazione presa in esame nei diversi contributi teorici ed empirici, nella seconda i risultati di tali studi e nella terza le motivazioni adottate.

Tabella 3 - Le determinanti del finanziamento con debito

Correlazione:		Motivazione	Modelli di riferimento teorici ed empirici di maggiore rilevanza
tra finanziamento con debito e	Tipo		
...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)

Da questa rapida sintesi emerge come la letteratura teorica ed empirica abbia prodotto in diversi casi risultati contrastanti, mentre indicazioni univoche si hanno sostanzialmente solo per quanto riguarda gli effetti della tassazione.

Tutte le teorie analizzate hanno un apparato teorico solido e posso essere considerate convincenti ma ognuna di esse trascura degli elementi che vengono presi in considerazione da altri studiosi; questo perché i modelli teorici proposti sono delle semplificazioni della realtà aziendale, dove i fattori che influenzano le scelte e le dinamiche di gestione aziendale sono infiniti. Analizzando le diverse teorie si nota che i contributi forniti dalle prime hanno natura deduttiva e carattere normativo, basandosi su ipotesi riguardanti i mercati finanziari e contenendo dettami da seguire, alla ricerca di una coerenza interna del modello. Nei contributi più recenti si nota lo sforzo di formulare induttivamente enunciazioni che, partendo dalla diretta osservazione dei comportamenti assunti, risultino coerenti al concreto agire degli operatori economici.

In breve, dall'analisi degli elementi che caratterizzano le diverse teorie studiate è emersa la tendenza a considerare un ampio numero di elementi (asimmetrie informative, costi di agenzia, ecc.) che possono portare ad una differenziazione delle forme di finanziamento per le imprese, ma al contempo la letteratura è anche concorde nel concludere che non esiste una struttura finanziaria ottimale in assoluto, né per uno specifico settore di attività né per una stessa impresa, nella quale il

rapporto ottimale tra debiti di finanziamento e capitale proprio può modificarsi nel tempo.

Per riuscire ad ottenere l'indebitamento ottimale di un'impresa è necessario esaminare i vantaggi relativi dei diversi strumenti finanziari, a seconda della condizione nella quale l'impresa opera. Ad esempio, il modello del *trade-off* considera i costi ed i benefici del ricorso all'indebitamento ma questi non si mantengono costanti durante tutto il ciclo di vita dell'impresa, ma appaiono più intensi nelle fasi iniziali di vita per poi attenuarsi nelle fasi successive.

Come visto nel dettaglio in precedenza, la struttura finanziaria delle PMI è caratterizzata da alcuni elementi distintivi quali: la forte patrimonializzazione dell'impresa, che causa spesso una difficoltà a distinguere il patrimonio personale dell'imprenditore da quello dell'impresa; la tendenza a non voler diluire la proprietà dell'impresa e la preferenza per l'indebitamento bancario a breve termine.

Il ricorso all'indebitamento a breve termine causa una forte incidenza degli oneri finanziari e l'assenza della definizione di una strategia finanziaria a lungo termine, la conseguenza di questa situazione è una forte fragilità delle PMI.

I modelli teorici non si sono dimostrati adatti ad analizzare i comportamenti di questa tipologia di impresa; per questa ragione molti autori hanno preferito condurre studi empirici per confermare oppure per adattare i modelli teorici alle specifiche caratteristiche delle PMI.

L'analisi della composizione e delle dinamiche della struttura finanziaria delle PMI è un tema su cui numerosi studiosi negli ultimi decenni si sono dedicati. I dati empirici ottenuti sono risultati spesso contrastanti e questo, come hanno evidenziato numerosi autori nelle loro ricerche, potrebbe essere influenzato dalle politiche dei paesi in cui le imprese operano e dalle caratteristiche caratteriali dell'imprenditore alla guida dell'impresa.

Capitolo 2

I profili Macro e Microeconomici dell'economia italiana nel periodo oggetto di analisi

L'economia italiana è stata, da sempre, caratterizzata da elevato dinamismo delle imprese di piccole dimensioni, diffuse in maniera presocché capillare su tutto il territorio nazionale. Il numero delle PMI italiane è infatti notevolmente maggiore rispetto a quello degli altri paesi europei, quale conseguenza della scarsa presenza di imprese di grandi dimensioni.

2.1. Contesto macro-economico

Tra il 2007 ed il 2014 l'economia italiana ha affrontato due recessioni di gravità eccezionale: la prima legata alla crisi finanziaria internazionale e la seconda legata alla crisi del debito sovrano. Nello sviluppo del mio lavoro di ricerca ritengo fondamentale analizzare il contesto economico degli anni oggetto di studio, quali strumenti siano stati posti in essere per superare la crisi internazionale per comprendere le caratteristiche macro-economiche di quegli anni e le modifiche subite dall'economia italiana, in particolare dei settori oggetto di studio.

Le turbolenze finanziarie che hanno avuto inizio nell'Agosto del 2007 dovute alle tensioni connesse ai mutui ipotecari statunitensi di qualità non primaria (*subprime*) innescarono carenze di liquidità nei mercati monetari su scala mondiale.

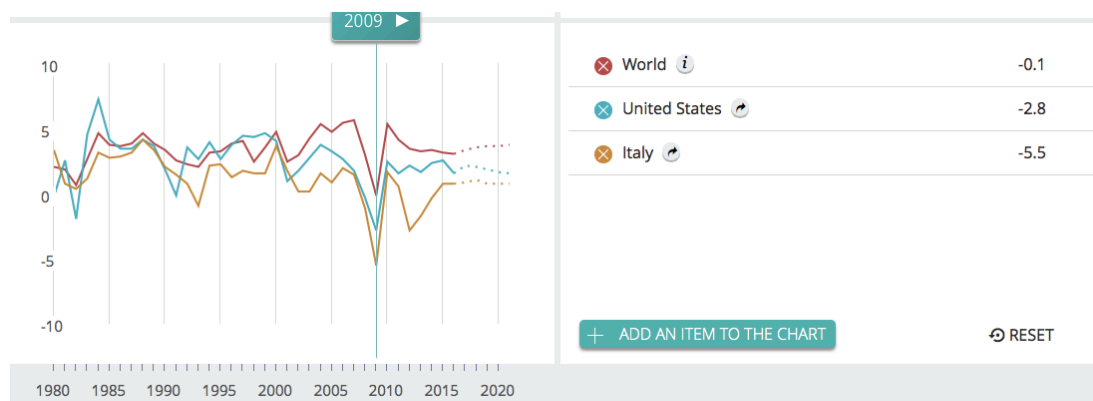
La crescente sfiducia degli operatori circa la solvibilità delle controparti ha comportato una crescita smisurata dei premi per il rischio nei prestiti interbancari, avendo quindi come chiaro effetto la vertiginosa diminuzione delle transazioni.

L'aggravarsi di tali tensioni, ha rischiato di compromettere la regolare conduzione della politica monetaria, in quanto queste andavano ad intaccare il regolare funzionamento del mercato monetario, che è un fondamentale canale di trasmissione degli impulsi di politica monetaria.

Nel 2007, il nostro paese è stato fortemente contagiato dalla crisi finanziaria iniziata negli Stati Uniti e divenuta in seguito una vera e propria crisi economica, e successivamente ha subito degli effetti sull'economia nazionale molto più profondi rispetto a quelli registrati dagli altri paesi.

Nel grafico seguente è rappresentata la variazione del Prodotto Interno Lordo dal 1980 al 2016, confrontando l'andamento della media del PIL mondiale con quello degli Stati Uniti e dell'Italia.

La variazione del PIL reale dal 1980 al 2016



Fonte: IMF

Nella tabella sottostante invece sono riportate le variazioni percentuali del Prodotto Interno Lordo delle diverse aree economiche del mondo e poi, nello specifico di alcuni importanti paesi tra cui l'Italia. Come si evince dai dati riportati, nel periodo oggetto d'analisi, le performance registrate dal PIL italiano sono peggiori rispetto alla media delle variazioni del PIL degli altri paesi. L'analisi del trend del PIL dal 2008 al 2014 permette pertanto di studiare l'andamento delle economie dei vari paesi, con particolare attenzione a quella italiana. Nello specifico possiamo notare come, a partire dal 2010, tutti i dati siano in crescita, ma, a differenza degli altri contesti economici analizzati, in Italia i dati tornano presto a seguire un trend negativo molto marcato, specie negli anni 2012 e 2013, effetto dell'impatto della crisi del debito sovrano. Da ciò è possibile stimare per l'Italia un periodo di recessione più lungo e con effetti più profondi rispetto alle altre economie mondiali.

Tavola 1.1 Prodotto interno lordo per area e paese - Anni 2008-2014 (variazioni percentuali)

AREE E PAESI	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mondo	3,1	0,0	5,4	4,2	3,4	3,4	3,4
<i>Economie avanzate</i>	0,2	-3,4	3,1	1,7	1,2	1,4	1,8
<i>Economie emergenti e Pvs</i>	5,8	3,1	7,4	6,2	5,2	5,0	4,6
Europa centrale e orientale	3,1	-3	4,8	5,4	1,3	2,9	2,8
America Latina e Caraibi	3,9	-1,3	6,1	4,9	3,1	2,9	1,3
Medio Oriente e Nord Africa	5,2	2,2	4,8	4,4	4,8	2,4	2,6
Pvs – Asia	7,3	7,5	9,6	7,7	6,8	7,0	6,8
Africa Sub-sahariana	6,0	4,0	6,7	5,0	4,2	5,2	5,0
Brasile	5,0	-0,2	7,6	3,9	1,8	2,7	0,1
Cina	9,6	9,2	10,4	9,3	7,8	7,8	7,4
India	3,9	8,5	10,3	6,6	5,1	6,9	7,2
Giappone	-1,0	-5,5	4,7	-0,5	1,8	1,6	-0,1
Russia	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6
Stati Uniti	-0,3	-2,8	2,5	1,6	2,3	2,2	2,4
<i>Italia</i>	<i>-1,1</i>	<i>-5,5</i>	<i>1,7</i>	<i>0,6</i>	<i>-2,8</i>	<i>-1,7</i>	<i>-0,4</i>

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, Aprile 2015

Questo lungo periodo di crisi ha avuto pesanti ripercussioni sul numero di PMI presenti nel nostro territorio, diminuite da 150 mila a 137 mila, con una perdita di circa 13 mila aziende nel periodo oggetto di analisi.



2.2 Gli interventi delle banche centrali: la politica monetaria

Nello stesso periodo, le Banche Centrali iniziarono ad attuare delle politiche volte a limitare le conseguenze della crisi finanziaria.

Nel periodo compreso tra gennaio e settembre 2008, la BCE ha agito secondo tre principali direttrici d'intervento:

- L'anticipazione dell'offerta di liquidità durante il periodo di mantenimento.
- Le operazioni aggiuntive di rifinanziamento a più lungo termine.
- Le operazioni collegate al “*Term Auction Facility*” in dollari statunitensi.

Per quanto riguarda il primo punto, ha continuato ad anticipare l'offerta di liquidità, permettendo agli istituti di credito di anticipare le riserve presso la banca centrale all'inizio del periodo, e di normalizzare il tasso EONIA intorno al valore di riferimento delle ORP (Operazioni di Rifinanziamento Principali).

Per quanto riguarda il secondo punto, la BCE nel periodo preso in considerazione ha condotto diverse operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre e sei mesi al fine di sostenere la normalizzazione del funzionamento del mercato monetario, inoltre, la minore incertezza circa le condizioni finanziarie delle controparti e le scadenze più lunghe hanno cercato di incoraggiare gli istituti di credito a continuare a offrire credito all'economia.

Per quanto riguarda la terza tipologia d'intervento, la BCE ha intrapreso un'azione congiunta con la Federal Reserve al fine di consentire lo scambio di liquidità nelle rispettive valute, tramite tale collaborazione, la BCE ha cominciato a offrire liquidità in dollari statunitensi alle sue controparti, chiaramente a fronte di garanzie idonee, in connessione con le operazioni di anticipazione a termine tramite asta, in dollari, offerte dalla Federal Reserve. Tali operazioni furono condotte per alleviare le tensioni nei mercati del finanziamento a breve termine innescate dalle turbolenze finanziarie sui mercati europei di raccolta in dollari statunitensi.

A seguito, però, del fallimento dell'istituzione finanziaria statunitense Lehman Brothers il 15 settembre 2008, le condizioni finanziarie mondiali si sono notevolmente aggravate, fino a sfociare in una vera e propria crisi finanziaria mondiale.

Il fallimento di questa grande istituzione finanziaria ha comportato gravi tensioni nel mercato monetario, creando una diffusa sfiducia tra gli operatori; in questa fase sono aumentati i premi per il rischio per le transazioni a breve termine, le banche hanno cominciato a costituire ingenti riserve e i prestiti nel mercato monetario hanno subito una forte contrazione.

Per cercare di contrastare l'aumento delle crisi delle istituzioni finanziarie, le autorità monetarie hanno sviluppato degli interventi rapidi mirati a contenere gli effetti del razionamento del credito sul sistema bancario e sugli operatori economici.

In questa situazione la BCE alla fine del mese di settembre 2008 decise, di concerto con la Federal Reserve, d'intensificare gli sforzi per attenuare le tensioni nei mercati del finanziamento a breve termine.

Inoltre, la politica monetaria è divenuta in quegli anni progressivamente più espansiva in tutti i principali paesi, la BCE infatti, tramite un'operazione congiunta con altre importanti banche centrali, quali la Banca nazionale svizzera, la Bank of Canada, la Bank of England, la Federal Reserve e la Sveriges Riksbank, decise di ridurre i tassi di riferimento di 50 punti base. Quest'intervento è stato concertato in virtù del continuo peggioramento della situazione economica, a fronte anche della diminuzione dei rischi inflazionistici.

Operando lungo la stessa linea d'intervento, al fine di limitare l'inasprimento delle condizioni di finanziamento, la BCE nel 2008 nell'arco di sette mesi ha ridotto complessivamente il tasso d'interesse di riferimento di 325 punti base fino all'1 per cento, portandolo a livelli storicamente bassi.

Le gravi condizioni che si erano venute a creare nel sistema finanziario, rischiando di pregiudicare gli impulsi di politica monetaria, hanno reso necessario un ulteriore intervento da parte della banca centrale, intervento che si è esplicitato tramite le cosiddette “misure non convenzionali”¹, interventi volti a garantire la corretta trasmissione degli impulsi di politica monetaria.

Le misure non convenzionali indirizzate agli istituti di credito dell'eurozona sono stati interventi volti a garantire il “maggiore sostegno al credito”, intendendo con questa espressione misure atte a sostenere le condizioni finanziarie e i flussi creditizi in misura superiore a quanto realizzabile mediante la sola riduzione dei tassi di interesse di riferimento.

Tra queste dobbiamo sicuramente ricordare:

- L'applicazione della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.
- L'ampliamento della gamma di attività stanziabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento.
- L'introduzione di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine aggiuntive con scadenza a sei mesi.

L'introduzione della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi, ha permesso alle banche di ottenere l'intero ammontare di liquidità richiesto al tasso di riferimento. Tale procedura ha avuto come obiettivo quello di soddisfare il fabbisogno di liquidità delle banche, in modo da ripristinare l'adeguato

¹ Si veda in proposito il Bollettino mensile della BCE di Giugno 2009, “decisioni del consiglio direttivo in materia di misure non convenzionali”.

funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e agevolare quindi l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese.

L'ampliamento del numero di attività stanziabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento ha permesso l'accesso al credito presso la banca centrale di ulteriori controparti.

Per quanto riguarda invece l'ultimo punto, la maggiore frequenza e le più lunghe scadenze delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine miravano a migliorare la posizione di liquidità delle banche e mantenere i tassi d'interesse del mercato monetario a livelli bassi.

Le misure di "maggiore sostegno al credito" hanno esercitato un'importante influenza sui prezzi di mercato e sulle condizioni di liquidità degli istituti di credito; infatti, l'accresciuto numero di controparti ammesse alle operazioni dell'Eurosistema, ha fatto sì che la domanda di liquidità si attestasse a livelli molto elevati. Questo in relazione anche al fatto che le banche potessero ottenere (mediante asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi) l'intero ammontare di liquidità richiesto (in particolare nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine). Tutto ciò ha comportato una forte pressione al ribasso dei tassi d'interesse nel mercato monetario di breve termine e parallelamente anche dei tassi d'interesse nominali e reali per scadenze più lunghe.

La considerevole riduzione dei tassi d'interesse reale rispecchia altresì che le attese di inflazione sono rimaste saldamente ancorate su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi.

A sua volta il livello così basso di questi tassi d'interesse ha permesso la stabilizzazione dei mercati finanziari, e si è rivelato di fondamentale importanza nel contrastare il rallentamento dell'economia reale.

Infine, nel giugno del 2009, la BCE istituì il primo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite², tramite il quale si proponeva di acquistare obbligazioni garantite, denominate in euro ed emesse nell'area dell'euro, per un importo di 60 miliardi di euro mediante acquisti diretti, sia nel mercato primario sia in quello secondario.

Tale misura, nello specifico, avrebbe dovuto permettere:

² Si veda in proposito la conferenza stampa della BCE del 4 giugno 2009, "Purchase programme for covered bonds".

- di migliorare le condizioni di finanziamento delle istituzioni finanziarie emittenti, qualora gli acquisti avvengano nel mercato primario;
- di favorire un aumento di spessore e liquidità dei mercati, qualora gli acquisti avvengano nel mercato secondario.

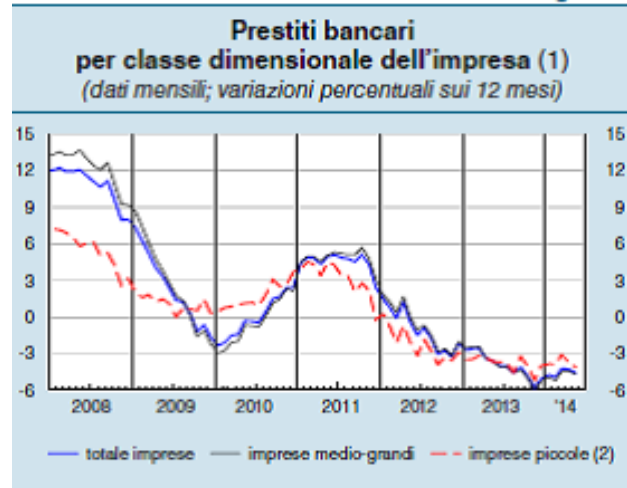
Tale manovra ha, altresì, permesso di aumentare le emissioni nel mercato primario e le transazioni in quello secondario.

Tutto ciò ha consentito che verso la fine del 2009 si sia potuto assistere ad un miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari. Questi, infatti, hanno mostrato chiari segnali di stabilizzazione; contestualmente i mercati obbligazionari e azionari si sono riattivati, e i tassi d'interesse sui prestiti bancari si sono gradualmente ridotti, seguendo l'andamento dei tassi di mercato, dando prova che le misure non convenzionali sono state di fondamentale importanza al fine di preservare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Contestualmente ai miglioramenti riscontrati nei mercati finanziari, le misure non convenzionali hanno fatto sì che gli impulsi di politica monetaria si trasmettessero anche al settore reale, sfociando in un aumento dell'offerta di credito alle famiglie, le quali a fronte della riduzione dei tassi d'interesse e dei prezzi delle abitazioni hanno aumentato la loro richiesta di mutui.

Come si evince dal grafico sottostante, l'offerta di credito per le imprese invece ha continuato a far registrare un trend negativo nella domanda di credito da parte di queste, questo a riprova del fatto che, a differenza delle famiglie, le imprese preferiscono, qualora fosse possibile, autofinanziarsi piuttosto che ricorrere all'indebitamento.

Figura 18



(1) Imprese non finanziarie. Dati corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni e delle riclassificazioni. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. - (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con meno di 20 addetti.

Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale 2015

Questi miglioramenti nel settore reale sono stati resi possibili dall'allentamento dei criteri di concessione del credito, favoriti dal miglioramento della posizione di liquidità delle banche, e dal loro più facile accesso al finanziamento nel mercato.

Essendo stato precisato fin dall'inizio il carattere temporaneo delle misure non convenzionali, sottolineando che il loro utilizzo dovesse essere limitato al periodo in cui la situazione di crisi le rendesse necessarie, a dicembre 2009 il consiglio direttivo della BCE ha decretato la necessità di avviare il graduale rientro delle misure non convenzionali non più indispensabili.

Il graduale rientro di tali misure è legato ad una ben precisa ratio, ossia quella di evitare effetti distorsivi collegati al prolungato mantenimento di tali misure e dei livelli eccessivamente bassi dei tassi d'interesse.

Si decise il rientro delle misure non convenzionali analizzate ma questo non implicò in alcun modo la completa cessazione del sostegno al credito, infatti, questo continuò, in particolare, tramite la reiterata applicazione della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi alle operazioni di rifinanziamento principale condotte fino ai primi tre periodi di mantenimento del 2010, consentendo

così alle banche, a fronte di garanzie idonee, di continuare ad ottenere l'intero ammontare di liquidità richiesto³.

Inoltre, il consiglio direttivo della BCE, di concerto con le altre banche centrali, decise di sospendere la fornitura di finanziamenti in dollari statunitensi a partire dal primo febbraio del 2010⁴. Tale decisione sospese la linea di swap con la Federal Reserve aperta nell'ottobre 2008, in quanto le forti pressioni nei mercati finanziari mondiali, motivo di tale intervento, sembravano essersi alleviate, dato il miglior funzionamento di tali mercati.

Ma durante i primi mesi del 2010 le tensioni nei mercati finanziari, che sembravano essersi affievolite, sono riapparse, in particolar modo nel segmento dei titoli di stato dell'eurozona.

Queste tensioni, provocate soprattutto dalla diffusa sfiducia circa la sostenibilità del debito pubblico in virtù del continuo aumento del disavanzo pubblico, si sono esplicate in un considerevole aumento dei differenziali tra i titoli di stato decennali di alcuni paesi dell'eurozona rispetto a quelli tedeschi.

In questa fase della crisi quindi sono state particolarmente determinanti le distorsioni di tali mercati, e le loro ripercussioni sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, in quanto:

- si è ridotta la possibilità, per gli istituti di credito, di finanziarsi depositando come garanzie i titoli pubblici;
- la variazione dei corsi dei titoli pubblici ha inciso sulla capacità degli istituti di credito di offrire liquidità al settore reale (poiché se il corso di un titolo pubblico è negativo, il patrimonio è esposto ad una riduzione di valore).

Inoltre, nei primi giorni di maggio, le tensioni nei mercati dei titoli di stato si sono aggravate, sfociando in un improvviso aumento dei differenziali.

In questo contesto di crescente destabilizzazione, la BCE ha prontamente risposto con un pacchetto organico di provvedimenti stabiliti giorno 10 maggio 2010.

Tra questi provvedimenti assume rilievo il programma che prevedeva operazioni di acquisto di titoli del debito pubblico, denominato "*Securities Markets programme*" (SMP), con il quale si cercava di limitare il crescere dello spread sui titoli di stato di alcuni paesi europei e assicurare spessore e liquidità in questi segmenti di mercato.

⁴ Si veda in proposito la conferenza stampa della BCE del 3 dicembre 2009, "*ECB announces details of refinancing operations up to 7 April 2010*".

⁵ Si veda in proposito la conferenza stampa della BCE del 27 gennaio 2010, "*ECB and other central banks decide to discontinue the temporary swap lines with the Federal Reserve*".

L'acquisto dei suddetti titoli, secondo quanto disposto l'art. 123 del Tfu⁵, non poteva avvenire tramite acquisto diretto dallo stato emittente, in quanto questo equivarrebbe ad un agevolazione creditizia nei confronti di un singolo stato membro, appare quindi chiaro che l'acquisto di titoli risultava circoscritto al mercato secondario.

Inoltre, a seguito dell'annuncio dell'SMP, il consiglio direttivo della BCE ha altresì specificato che gli acquisti di tali titoli sarebbero stati pienamente sterilizzati tramite operazioni specifiche volte ad assorbire liquidità, al fine di evitare ripercussioni sulle condizioni di liquidità e sull'orientamento di politica monetaria.

Oltre al *Securities Markets Programme*, la BCE, con decisione sempre del maggio 2010, ha reintrodotta alcune misure non convenzionali precedentemente rimosse, ovvero:

- L'ORLT regolare a tre mesi, con procedura a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi;
- L'ORLT a sei mesi, con piena aggiudicazione degli importi ad un tasso pari al tasso minimo di offerta medio delle operazioni di rifinanziamento principale per tutta la durata dell'operazione;
- Le linee di swap per il temporaneo scambio di valute con la Federal Reserve.

Queste misure sono state riattivate, dalla BCE, al fine di evitare che le tensioni nei mercati delle obbligazioni sovrane nazionali si propagassero ad altri mercati finanziari.

Nei mesi successivi, fino al 2012, la BCE ha operato tramite diverse misure, effettuandone alcune nuove e riproponendone altre.

Nel corso dell'estate del 2011, a causa di un improvviso ridimensionamento delle aspettative sulla crescita economia e dell'incertezza diffusa, sono emerse nuove tensioni nei mercati finanziari ed in particolar modo sui titoli del debito sovrano di alcuni paesi dell'area dell'euro, quali Italia e Spagna. Inoltre, la riduzione del merito creditizio degli stati emittenti si è velocemente ripercossa alle banche operanti negli stessi paesi, andando così ad incidere sulla capacità di finanziamento di tali istituti di credito.

Alla luce di questa situazione, la BCE ha annunciato che avrebbe continuato a fornire liquidità mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi; inoltre ha ripristinato le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza ad

⁵ Il termine Tfu è l'acronimo di "Trattato sul funzionamento dell'Unione europea".

un anno, ha ripreso gli acquisti di titoli di stato per mezzo del *Securities Markets Programme* ed ha disposto il secondo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite⁶.

Nel novembre dello stesso anno, però, le tensioni nei mercati finanziari si sono notevolmente aggravate, a causa della crescente disomogeneità delle condizioni monetarie dei paesi dell'eurozona, dovuta al continuo deflusso di capitali dai paesi maggiormente colpiti; tutto ciò ha portato all'aumento dei rischi di una crisi di finanziamento delle banche, rendendo quindi strettamente necessari ulteriori interventi da parte della BCE.

Negli ultimi mesi del 2011 la BCE ha ridotto i tassi di riferimento, ed ha annunciato nuove misure a sostegno dell'operatività bancaria⁷, quali le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni con piena aggiudicazione degli importi, suddivise in due *tranches* con le quali la BCE ha immesso nel sistema bancario un ammontare di liquidità pari a circa 1000 miliardi di euro.

Queste nuove operazioni di rifinanziamento, insieme alla riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria dal 2 all'1 per cento e all'ampliamento delle attività stanziabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento, hanno permesso di scongiurare il rischio di una crisi sistemica e hanno contribuito altresì a rianimare gli scambi nel mercato monetario.

L'aggravarsi della crisi nel corso del 2012, dovuto ai persistenti timori in merito alla bassa crescita economica, alla debolezza del sistema bancario di alcuni stati membri e al peggioramento delle finanze pubbliche, ha reso necessari ulteriori interventi di carattere non convenzionale; in questa fase infatti la BCE ha ridotto ulteriormente il tasso di riferimento, portandolo ad un nuovo minimo storico e con stessa decisione, ha portato a zero il rendimento dei depositi presso di essa⁸.

Infine, l'ultima misura di carattere prettamente straordinario, introdotta nell'ampio ventaglio di strumenti a disposizione della BCE, è stata annunciata il 2 agosto 2012,

⁶ Si veda in proposito il comunicato stampa della BCE del 6 ottobre 2011, "*ECB announces new covered bond purchase programme*".

⁷ Si veda in proposito il comunicato stampa della BCE dell'8 dicembre 2011, "*ECB announces measures to support bank lending and money market activity*".

⁸ Si veda in proposito il comunicato stampa della BCE del 7 luglio 2012, "Decisioni di politica monetaria".

ossia le Operazioni Definitive Monetarie (ODM)⁹, il cui avvio ha decretato la cessazione degli acquisti di titoli per mezzo dell'SMP.

Tale strumento si è reso necessario soprattutto a causa dei timori infondati degli investitori circa la reversibilità dell'euro, i quali, sfociando in gravi disfunzioni del processo di formazione dei prezzi nei mercati delle obbligazioni sovrane, hanno compromesso il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Tali operazioni hanno avuto come obiettivi fondamentali il ripristino del meccanismo di trasmissione ed il conseguimento della stabilità dei prezzi.

Le operazioni definitive monetarie hanno avuto come oggetto l'acquisto di obbligazioni sovrane, con scadenza compresa tra uno e tre anni, mettendo così in risalto la stretta connessione con l'orizzonte di medio periodo della stabilità dei prezzi. Le ODM, infatti, sono state utilizzate con delle precise modalità operative, al fine di massimizzare la loro influenza sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, ma la loro efficacia è strettamente connessa alla puntuale adozione, da parte degli stati membri, di adeguati provvedimenti macroeconomici, di bilancio e finanziari allo scopo di salvaguardare le variabili macroeconomiche fondamentali. La conduzione di tali operazioni nei confronti di uno stato membro appare subordinata all'osservanza degli impegni e delle scadenze assunte dallo stesso.

Il consiglio direttivo, nell'eseguire le ODM, ha piena discrezionalità; può, infatti, decidere in merito all'attivazione, prosecuzione e all'eventuale sospensione delle stesse; il termine all'operatività di detto strumento sarà decretato dal consiglio direttivo nel caso di raggiungimento degli obiettivi o, in alternativa, nel caso in cui lo stato membro a cui è indirizzato l'intervento non rispetti gli impegni presi.

2.3 Analisi dell'economia italiana nel periodo 2007-2015

La crisi finanziaria di estrema gravità che si è andata delineando a partire dal 2007 ha trasmesso rapidamente i suoi effetti all'economia reale: gli squilibri nei meccanismi finanziari hanno causato anche una difficoltà delle imprese per l'accesso al credito e gli effetti delle perdite in conto capitale e del rapido deteriorarsi delle aspettative di reddito hanno colpito anche i consumi, inducendo una contrazione della spesa.

Nel 2008 il prodotto interno lordo italiano ha registrato una flessione dell'1,0 %, con una forte inversione di tendenza rispetto alla fase di leggera espansione che aveva caratterizzato il biennio precedente, (+2,0 per cento nel 2006 e +1,6 per cento nel

⁹ Si veda in proposito il comunicato stampa della BCE del 6 settembre 2012, "*Technical features of Outright Monetary Transactions*".

2007). Alla contrazione dell'attività economica hanno contribuito tutte le componenti della domanda interna, a eccezione dei consumi collettivi. Il risultato negativo sperimentato dal nostro Paese si inserisce in un quadro generale di inversione del ciclo economico che ha interessato, con tempi e intensità non molto diversi, tutte le economie dell'Uem nel corso del 2008, assumendo poi nell'ultima parte dell'anno le caratteristiche di un'ampia contrazione dell'attività. Tuttavia, in tutti i maggiori paesi europei il tasso di variazione del PIL è rimasto positivo, pur subendo nella media del 2008 un netto declino rispetto al biennio precedente. Conseguentemente, il differenziale negativo di crescita dell'Italia rispetto a quello registrato dall'Uem si è ampliato ulteriormente, portandosi a 1,8 punti percentuali nel 2008 rispetto a una media di 1,0 punti nel periodo 2005-2007.

In Italia abbiamo avuto una riduzione del PIL di circa il 7% nel biennio 2008-09.

Dal 2010 cominciò quella che venne definita la “crisi del debito sovrano” e l'economia italiana entrò in una seconda fase di profonda recessione nel secondo semestre del 2011.

Nello stesso anno ci fu un drastico aumento del differenziale tra il rendimento dei BTP decennali e quello dei corrispondenti titoli tedeschi, con pesanti ricadute sulla capacità di raccolta, sulle valutazioni degli intermediari e sulle condizioni del credito. Il nuovo peggioramento delle condizioni dell'economia fece sì che vennero ridotte le valutazioni di merito di credito dell'Italia e dei principali Istituti di credito del Paese da parte delle tre principali agenzie di rating (Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings) con conseguenze negative per l'economia nazionale. Successivamente cominciarono ad aumentare i differenziali di rendimento tra i titoli obbligazionari di società non finanziarie italiane con elevato rating ed i titoli di Stato dell'area dell'euro considerati più sicuri, con conseguente irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle imprese da parte delle banche.

Nel 2011 l'attività economica nel nostro paese tornò a scendere a ritmi elevati: il PIL scese dello 0,1% nel terzo trimestre e dello 0,7% quarto, nello stesso periodo iniziarono a peggiorare le condizioni sul mercato del lavoro, con un tasso di disoccupazione in aumento di oltre 2 punti percentuali nell'arco di pochi trimestri.

Nella prima parte del 2012 lo scenario macroeconomico non subì sostanziali modifiche nonostante il miglioramento sui mercati finanziari legati agli interventi della BCE e dei singoli stati dell'area euro; infatti alla fine del 2012 il livello del PIL dell'Italia era ancora inferiore di quasi l'8% rispetto ai valori di 5 anni prima e gli

investimenti risultavano più bassi del 24 per cento. I dati registrati nel 2012 risultano migliori rispetto a quelli del 2011; migliorano infatti l'occupazione e i redditi reali. Diminuiscono i rendimenti sui titoli di Stato a tutte le scadenze e quelli delle obbligazioni emesse da banche ed imprese ed iniziano a migliorare anche le condizioni di accesso al credito del settore privato, anche se risultano ancora restrittive.

Nel 2013 continuano a migliorare ancora le condizioni anche se a ritmi decisamente più contenuti rispetto a quelli dell'anno precedente.

Nel 2014 è stata registrata una prima espansione del PIL anche se ancora a ritmi moderati. I dati recenti indicano che la situazione economica del nostro paese sta lentamente migliorando ed il saldo tra le imprese nate e morte nel 2014 e nel 2015 è tornato ad essere positivo.

Dall'analisi dei dati economici si evince che si tratta della peggiore crisi che l'economia italiana abbia attraversato dal secondo dopoguerra, non solo per i dati registrati dall'andamento del PIL Nazionale, ma soprattutto per la difficoltà registrata dall'economia nazionale rispetto alla ripresa della crescita.

Le PMI italiane hanno dovuto fronteggiare un forte rallentamento della domanda ed una contrazione del credito bancario. Questa situazione di persistente difficoltà ha innescato un processo di selezione che ha fatto perdere al nostro sistema produttivo, tra il 2007 e 2013, 13 mila PMI (il 9% di quelle attive nel 2007). [*Fonte: Rapporto Cerved PMI 2015*]

2.4 Conclusioni

Dall'analisi del contesto macro-economico del periodo oggetto di studio (2006/2015), sono emersi gli aspetti che hanno contrassegnato questi anni e che presentano delle caratteristiche uniche rispetto alla moderna storia economica. Dai dati forniti dall'Istat emerge che l'economia italiana è stata caratterizzata da due periodi di recessione economica, il primo cominciato nel 2007, a seguito degli effetti sull'economia reale della crisi finanziaria che ha avuto origine negli Stati Uniti, ed il secondo nel 2010, a causa della crisi del debito sovrano che ha manifestato i suoi effetti anche in questo caso sull'economia reale.

Nel corso del capitolo mi sono soffermata inoltre sugli strumenti attuati dalla BCE e dalla Fed per cercare di attenuare gli effetti della crisi e i vari risultati da essi ottenuti. Successivamente ho analizzato il contesto dell'economia Italiana nel periodo oggetto di analisi (2007/2015) soffermandomi sulle variazioni registrate nei dati economici tra i diversi anni.

Da tutto ciò ho delineato il contesto in cui sviluppare la mia analisi, individuando di fatto elementi importanti per capire le diverse reazioni ottenute nei vari settori dalle imprese sopravvissute, a dispetto delle molte che hanno cessato l'attività.

Capitolo 3

I profili metodologici della ricerca

Il ruolo che le PMI hanno nella nostra economia mi ha spinto a scegliere come oggetto di analisi le imprese italiane attive durante il periodo 2006/2015 nell'ambito delle attività agroalimentare, edilizia e servizi che rientrino nella fascia Piccola Impresa (da 10 a 50 occupati e fatturato da 2 a 10 Mln di €) e Media Impresa (da 50 a 250 occupati e da 10 a 50 Mln di €). Ho scelto queste 3 attività economiche in quanto, secondo i dati riportati dai Rapporti annuali dell'Istat, esse risultano essere le più rilevanti da un punto di vista numerico ed economico rispettivamente del settore primario, secondario e terziario e di conseguenza sono ritenute le più rappresentative per studiare i comportamenti dei settori di appartenenza.

Nel determinare la popolazione oggetto di analisi ho scelto di soffermarmi sulle imprese che risultavano attive prima del 2006 e che sono rimaste tali per tutto il periodo in oggetto.

I dati che compongono la popolazione oggetto di studio sono stati forniti dal Registro delle Imprese attraverso l'ausilio della piattaforma Ulisse.

3.1 Gli obiettivi dell'analisi

L'obiettivo alla base di questo lavoro di ricerca è stato quello di capire come abbiano fatto a modificarsi per sopravvivere le imprese rimaste attive al termine della crisi economica. Ho deciso infatti di soffermarmi solo su quelle sopravvissute poiché durante un periodo di crisi congiunturale così profondo da portare alla perdita di circa 13.000 imprese in Italia, quelle che sono rimaste sul mercato hanno attuato scelte tali da garantirgli la sopravvivenza ponendo in essere una vera e propria metamorfosi per adattarsi al nuovo contesto esterno. Da uno studio della Banca d'Italia emerge che la domanda di credito da parte delle PMI tra il 2007 ed il 2015 è stata decrescente, di conseguenza, le imprese rimaste attive hanno necessariamente dovuto agire su altri aspetti attuando delle modifiche interne.

Va posto l'accento sul vero significato di questo studio, ossia l'osservazione di un fenomeno evolutivistico delle imprese analizzate in reazione ad una situazione di crisi. Esse si sono modificate nella struttura finanziaria, ma anche da un punto di vista patrimoniale ed economico, e di conseguenza hanno avuto la necessità di attuare una profonda metamorfosi nelle scelte interne di gestione e nelle strategie di composizione della struttura finanziaria. Il mio lavoro di ricerca quindi, vuole

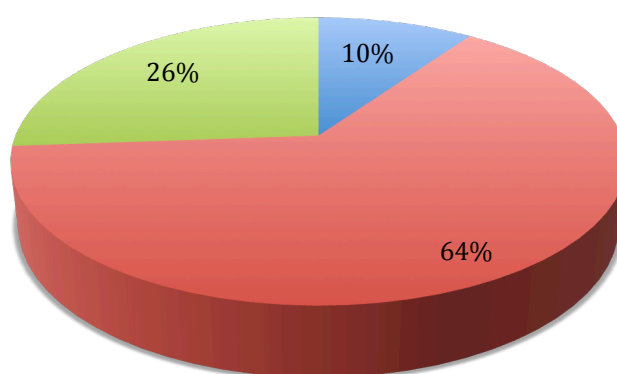
osservare queste variazioni registrate dalle imprese oggetto di studio e confrontarne le relative reazioni al fine di analizzare i diversi comportamenti nei tre settori studiati.

3.2. La popolazione oggetto dell'analisi

La popolazione oggetto della mia analisi è composta dalle Piccole (da 10 a 50 occupati e fatturato da 2 a 10 Mln di €) e Medie Imprese (da 50 a 250 occupati e da 10 a 50 Mln di €) attive da prima del 2006 al 2015 nei settori agroalimentare, costruzioni e servizi.

Composizione della popolazione

■ Settore Agroalimentare ■ Settore Costruzioni ■ Settore Servizi



fonte: nostra elaborazione

Le imprese che costituiscono la popolazione oggetto della mia analisi sono 14.780, di cui 1.436 appartengono al settore agroalimentare, 9.476 al settore delle costruzioni e 3.868 al settore dei servizi.

Al fine di individuare le imprese che presentassero le caratteristiche corrispondenti alla mia ricerca, ho richiesto alla Camera di Commercio l'elenco delle partite iva delle imprese dei tre settori e, grazie all'ausilio della piattaforma Ulisse, ho potuto ricevere ed analizzare l'elenco completo. Questa piattaforma infatti, dispone di un servizio che consiste in un'applicazione di navigazione multidimensionale che lavora sui dati del Registro delle Imprese, consentendo di fatto l'individuazione delle imprese e dei dati ad esse relativi.

Il Registro delle Imprese è un registro pubblico previsto dal Codice Civile già nella sua prima versione del 1942, che è stato successivamente disciplinato con la legge di riordino delle Camere di Commercio del 1996 e con il successivo regolamento di attuazione. Esiste l'ufficio del Registro delle Imprese presso ciascuna Camera di Commercio, esso ha infatti competenza provinciale, è gestito con tecniche informatiche e la sua tenuta è affidata alla locale Camera di Commercio, sotto la vigilanza di un Giudice, delegato dal Presidente del Tribunale del capoluogo di Provincia. Il registro delle Imprese è presieduto dal Segretario Generale oppure da un dirigente della Camera di Commercio che assicura la corretta tenuta del Registro Imprese in osservanza delle disposizioni in materia e delle decisioni del Giudice del Registro.

Il Registro Imprese è formato da una sezione ordinaria e una sezione speciale¹⁰.

Nel Registro Imprese confluisce un'altra banca dati pubblica, il Repertorio Economico Amministrativo (REA), che ha lo scopo di integrare i dati del Registro Imprese con informazioni di carattere economico, statistico e amministrativo. Tali informazioni riguardano dati quali, ad esempio, le modifiche e la cessazione dell'attività, l'insegna, la nomina di responsabili tecnici, l'attività prevalente, l'apertura, la cessazione e le modifiche delle unità locali, e molto altro ancora.

Il Registro Imprese può essere definito come l'anagrafe delle imprese, vi si trovano i dati di tutte le imprese con qualsiasi forma giuridica e settore di attività economica,

¹⁰ La Sezione Ordinaria comprende:

1. società di persone e di capitali;
2. società cooperative;
3. consorzi con attività esterna e società consortili;
4. società costituite all'estero con sede amministrativa o secondaria sul territorio italiano o con l'oggetto principale dell'impresa sul territorio italiano;
5. gruppi europei di interesse economico;
6. enti pubblici che hanno per oggetto esclusivo o principale una attività commerciale;
7. imprenditori commerciali individuali (non piccoli).

La Sezione Speciale è suddivisa in cinque parti.

La 1^a comprende, con diverse qualifiche:

1. imprenditori agricoli individuali (persone fisiche e persone giuridiche);
2. piccoli imprenditori commerciali;
3. le società semplici;
4. imprenditori artigiani.

La 2^a comprende le società tra professionisti.

La 3^a è destinata alla pubblicità dei legami di gruppo: società o enti che esercitano attività di direzione e coordinamento e quelle che vi sono soggette.

La 4^a è destinata invece alle imprese sociali: organizzazioni private qualificabili come "imprese sociali".

La 5^a comprende gli atti di società di capitali in lingua comunitaria diversa dall'italiano.

con sede o unità locali sul territorio nazionale, nonché gli altri soggetti previsti dalla legge.

Nel Registro delle Imprese vengono depositati annualmente i bilanci di esercizio e consolidati, delle imprese italiane.

Il Registro Imprese fornisce quindi un quadro completo della situazione giuridica di ciascuna impresa ed è un archivio fondamentale per l'elaborazione di indicatori di sviluppo economico ed imprenditoriale in ogni area di appartenenza.

Una volta individuata attraverso l'ausilio della piattaforma Ulisse la popolazione oggetto di ricerca, ho provveduto a selezionare il campione su cui sviluppare l'analisi attraverso il campionamento stratificato.

Successivamente è stato necessario l'utilizzo di una seconda piattaforma, AIDA, utile per ottenere gli indicatori economici finanziari relativi al campione oggetto di studio.

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.

3.3 Scelta del campione oggetto dell'analisi

La decisione di ricorrere ad una rilevazione di tipo campionario nasce da due tipi di problematiche: la prima, di tipo oggettivo, è legata alla elevata numerosità della popolazione di riferimento, di difficile gestione computazionale, unita ai costi elevati legati alla loro *reperibilità* tramite “Banche Dati” ad accesso limitato e/o a pagamento; aggravata dall'effetto moltiplicativo dei “dati reali”, che devono essere rilevati su ogni unità inserita nell'analisi (la singola impresa), in termini di informazioni finanziarie, contabili, eccetera.

La metodologia di campionamento scelta per lo sviluppo del progetto di ricerca è quella del *campionamento stratificato a due stadi*.

Il “campionamento stratificato” fa parte dei campionamenti probabilistici e consiste nel suddividere la popolazione in strati, omogenei al loro interno, in base alla

“caratteristica” che maggiormente contraddistingue la popolazione sotto analisi¹¹; successivamente, in questi strati viene effettuato un campionamento casuale semplice¹².

Nel caso in esame tale procedura di “stratificazione” si ripete due volte: una per le Regioni, che sono le unità del 1° Stadio, e successivamente per ogni “Settore economico”, che sono le unità del 2° Stadio; le unità finali che entrano a far parte del campione sono le singole “imprese”, estratte *in modo casuale*¹³, sulle quali sono state rilevate le informazioni finanziarie, contabili e di altro tipo, che formano il “data base” necessario a condurre l’analisi oggetto di questa Tesi di Dottorato.

Tra le motivazioni che hanno portato a preferire questo ad altri tipi di rilevazione campionaria, vi è senz’altro il fatto di essere in presenza di una popolazione contraddistinta da una naturale suddivisione in “gruppi” ben definiti (le Regioni), unita ad una diversa numerosità del collettivo nei suddetti gruppi; in questo caso non si può ottenere un campione rappresentativo senza ricorrere alla stratificazione¹⁴ del collettivo.

Inoltre, quando esiste una elevata variabilità all’interno di una popolazione, la suddivisione in *Strati*, al loro interno più omogenei, ne riduce la variabilità complessiva finale ed, a parità di dimensione campionaria, ne migliora le stime¹⁵.

Tra le condizioni per l’applicabilità del campionamento stratificato se ne possono identificare tre: vi è la conoscenza della “numerosità di ogni strato”; il fatto che, come già detto, ogni elemento appartiene ad uno solo degli strati; ed infine, come risulta intuitivo, che ogni strato contiene almeno 1 elemento, ma preferibilmente 2; le tre condizioni sono del tutto rispettate in questo studio.

Per decidere quale debba essere la *dimensione campionaria*, sono state utilizzate nozioni legate alla teoria classica, secondo cui, anche in presenza di una popolazione con distribuzione non Normale, si possono ottenere stime corrette dei parametri con una dimensione campionaria maggiore di 100 unità.

Posto che all’aumento della dimensione campionaria, la precisione delle stime aumenta, raggiunta una certa dimensione, il guadagno è sempre più irrisorio.

La formazione della grandezza campionaria si compone di alcune fasi che saranno illustrate di seguito.

¹¹ Per esempio, se la suddetta caratteristica fosse il reddito, la popolazione verrebbe suddivisa, *stratificata* per l’appunto, in fasce di reddito.

¹² Ipotesi sottostante: ogni unità elementare ha la stessa probabilità di essere inserita nel campione.

¹³ In base ad un “campionamento casuale”.

¹⁴ Vincolo della rappresentatività.

¹⁵ Vincolo della significatività.

In primo luogo è stata definita la popolazione e, di seguito, è stata effettuata la enumerazione delle *unità elementari*, ottenendo un elenco completo (frame) degli m elementi, formato dalle 14.780 imprese.

Il passaggio appena descritto costituisce la prima fase dell'indagine campionaria.

Un altro fattore da tenere presente è il *livello di precisione* che si vuole raggiungere nell'analisi: si parla di “*rischio accettabile*” o di errore campionario, ϵ , di cui sono affette le stime dei parametri calcolati sui dati campionari.

Nell'analisi che è stata condotta, l'unità estratta viene inserita una sola volta nel campione: è una estrazione senza ricollocamento, in cui, la dimensione campionaria deve essere calcolata tenendo conto sia della numerosità della popolazione, che della sua variabilità, nonché della “probabilità fiduciaria” scelta per ottenere stime affette al più da un “errore” (positivo o negativo) prefissato dal ricercatore in base a condizioni di opportunità, relativamente alla “precisione” richiesta per le stime, al “costo della rilevazione” ed alla “natura dei dati” (raggruppamenti e grado di omogeneità): più piccolo è l'errore, migliori sono le “stime”; ma se si sceglie un ϵ troppo piccolo (nell'intento di ottenere stime molto precise), a parità di condizioni, la dimensione campionaria dovrebbe aumentare, con un conseguente aumento dei costi e del tempo da dedicare alla elaborazione dei dati.

La formula utilizzata è la seguente:

$$n_0 = \frac{N k^2 \bar{\sigma}^2}{N \epsilon^2 + k^2 \bar{\sigma}^2}$$

n_0 (in generale indicata con n) = Dimensione campionaria stimata

N = Dimensione della Popolazione

$\bar{\sigma}^2$ = Varianza della popolazione [si ipotizza corrisponda ad una variabilità massima]

$\pm \epsilon$ = Errore “accettabile” (che si accetta di commettere nelle stime, ad un prefissato livello P di probabilità fiduciaria):

k = scarto standard [valore teorico della D. Normale standard, in corrispondenza ad un livello di “probabilità fiduciaria”(P) ; in assenza di vincoli particolari, si ipotizza che sia $P = (1 - \alpha) = 0,95$, a cui corrisponde un valore di $k = \pm 1,96$]

Nel nostro caso la numerosità della popolazione è molto elevata ($N = 14.780$), pertanto può essere utilizzata la formula¹⁶ semplificata :

$$n_0 = \frac{k^2 \bar{\sigma}^2}{\varepsilon^2} = \frac{k^2 \bar{p}\bar{q}}{\varepsilon^2}$$

associata alla verifica sulla “frazione di campionamento” (n_0 / N), che deve essere minore o, al massimo, uguale al 5 % .

La varianza incognita della popolazione¹⁷ è posta uguale a $\bar{p} \bar{q} = 0,25$

In base alla formula precedente, avendo contezza della numerosità della popolazione, si stima la grandezza campionaria che, ad un livello di probabilità fiduciaria del 95% , ci consenta di ottenere stime con un prefissato errore $\pm \varepsilon$.

L’ipotesi¹⁸ di un $\pm \varepsilon = \pm 0,98$, è ricavabile ricordando che, se il parametro di interesse è la “proporzione” (\bar{p}) , per una dimensione campionaria $n > 30$, la distribuzione della proporzione campionaria si distribuisce secondo $\sim N(\bar{p}; \sigma_f^2)$. Per l’ipotesi fatta ($P = 0,95$), il valore del prontuario è *lo scarto ridotto normale* $K = \pm 1,96$

Pertanto, in base a quanto detto:

$$P(|f - \bar{p}| \leq \Delta) = 1 - \alpha$$

dove l’errore accettabile è $\pm \varepsilon = \pm K \sigma_f$

e σ_f , Errore Standard della distribuzione di campionamento della proporzione, è pari a :

$$\sigma_f = \sqrt{\frac{\bar{p} \bar{q}}{n}} = \sqrt{\frac{0,5 \times 0,5}{100}} = 0,05$$

Da cui $\pm \varepsilon = \pm (1,96 \times 0,05) = \pm 0,098$

Sostituendo alla formula generale i valori già noti, si ha infatti:

¹⁶ Teorema del Limite centrale.

¹⁷ L’ipotesi per la varianza della popolazione ($\bar{\sigma}^2 = 0,25$), con $\bar{p} = \bar{q} = 0,5$, è quella di massima variabilità (ossia la peggiore possibile, in presenza del parametro “proporzione”).

¹⁸ L’errore campionario (0,98), viene ricavato ad un livello di probabilità fiduciaria dello 0,95, per una numerosità campionaria pari a 100.

$$n_0 = \frac{k^2 \overline{pq}}{\varepsilon^2} = \frac{(1,96)^2 0,25}{0,098^2} = 100 \text{ unità campionarie}$$

Per la quale è poi verificata la condizione relativa alla corrispondente frazione di campionamento:

$$\frac{n_0}{N} = \frac{100}{14.780} = 0,006765 \leq 0,05$$

In base a quanto detto la grandezza campionaria di 100 unità elementari avrebbe come risultato quello di ottenere stime affidabili dei parametri di interesse¹⁹; ma, si è deciso di fissare la grandezza del campione a priori e pari a $n = 240$, che è maggiore rispetto all' n_0 calcolato in precedenza. La scelta è stata dettata anche dal fatto che la numerosità minima riscontrata nei Settori delle Regioni italiane è pari a 4 unità.

In questo caso, mantenendo inalterate le altre condizioni, l'errore campionario con $n = 240$ subisce una riduzione, infatti applicando nuovamente la procedura di calcolo:

$$n = \frac{k^2 \overline{pq}}{\varepsilon^2}$$

$$n\varepsilon^2 = k^2 \overline{pq}$$

$$240 \varepsilon^2 = (1,96)^2 0,25$$

Si ottiene:

$$\varepsilon^2 = \frac{(1,96)^2 0,25}{240}$$

$$\varepsilon = 0,0586 \cong 5,86\%$$

$$\frac{n_0}{N} = \frac{240}{14.780} = 0,016 \leq 0,05$$

¹⁹ Dato che la varianza della popolazione è incognita, ipotizziamo che la popolazione abbia una variabilità massima (ci mettiamo nella condizione peggiore), pertanto la numerosità campionaria ottenuta garantisce stime affidabili al livello di probabilità fiduciaria prefissato

Dopo avere suddiviso la popolazione per Regione²⁰, sono state divise le varie imprese per “settore economico” e successivamente è stato effettuato un campionamento casuale semplice, stabilendo una numerosità costante, $k=4$, per ogni settore economico ed utilizzando una tavola di numeri casuali.

3.4 L'analisi finanziaria

Nello sviluppo del progetto di ricerca ho deciso di scegliere alcuni dati di bilancio ed indici finanziari che insieme mi permettano di indagare le caratteristiche principali della struttura finanziaria delle imprese oggetto della mia analisi. L'obiettivo è quello di analizzare le variazioni degli indici finanziari e dei dati contabili scelti nell'orizzonte temporale oggetto di studio, per interpretare da queste variazioni i cambiamenti nella composizione della struttura finanziaria delle imprese che compongono il campione oggetto di analisi.

I dati contabili scelti sono:

- Ricavi delle vendite;
- Utile netto;
- Patrimonio netto.

Gli indici scelti sono:

- Il ROE;
- l'Indice di liquidità;
- la Posizione Finanziaria Netta;
- il Rapporto di Indebitamento;
- l'Indice di Indipendenza Finanziaria;
- l'Indice di indebitamento a breve;
- il Rapporto debiti verso banche su fatturato.

Successivamente illustrerò le caratteristiche principali di questi indicatori.

Il *ROE (Return on equity)*, è un indice economico sulla redditività del capitale proprio, si ottiene dividendo l'utile netto per il patrimonio netto.

$$ROE = \frac{Utile\ netto}{Patrimonio\ netto} * 100$$

²⁰ Unità del 1 Stadio.

Questo indice misura il tasso di remunerazione del capitale investito dai soci all'interno dell'impresa e viene utilizzato per valutare la convenienza nell'investire capitale all'interno dell'impresa. La differenza tra il ROE ed il rendimento di un titolo *risk free* misura il premio per il rischio legato all'investimento nell'impresa: più è alto questo valore e maggiore sarà l'appetibilità dell'impresa agli occhi degli investitori.

Il ROE può essere considerato una sintesi dell'economicità complessiva dell'impresa. Considerando l'utile netto, vengono prese in considerazione tutte le aree gestionali - non solo quella caratteristica - e quindi tale indice rappresenta anche un indicatore delle *performance* patrimoniali e finanziarie.

L'utilizzo del ROE nella valutazione di una società può presentare due *limiti*: il primo riguarda le svalutazioni ed il secondo è legato ad un aumento del ricorso all'indebitamento. Nella prima ipotesi, infatti, la diminuzione dell'utile avverrà nell'esercizio successivo mentre il denominatore diminuirà subito e questo porterà ad un incremento dell'indice. Nel secondo caso si avrà un incremento del ROE ma in realtà ciò potrebbe non corrispondere ad un miglioramento reale delle condizioni dell'impresa analizzata.

L'*indice di liquidità (Current Ratio)* è dato dal rapporto tra attività a breve e passività a breve.

$$\text{Indice di liquidità} = \frac{\text{Attività a breve}}{\text{Passività a breve}}$$

Questo indice misura la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni finanziari attraverso l'utilizzo della propria capacità finanziaria a breve termine.

Se questo indice assume valori maggiori o uguali ad 1, significa che nel breve termine l'impresa ha un equilibrio finanziario. Quando invece l'indice assume valori inferiori ad 1, questo può essere dovuto a due differenti situazioni:

1. L'impresa per far fronte agli impegni finanziari del breve periodo, è costretta a smobilizzare parte dell'attivo immobilizzato, modificando la destinazione finanziaria degli investimenti aziendali.
2. L'impresa è riuscita ad ottenere delle dilazioni nei pagamenti attraverso delle buone politiche commerciali che hanno portato una liquidità interna che ha permesso all'impresa di non sostenere alcuni costi finanziari per riuscire a garantire la funzionalità aziendale.

E' possibile capire in quale situazione si trovi l'impresa soltanto attraverso l'interpretazione dei dati ottenuti dall'indice di liquidità in contemporanea all'analisi dei dati ottenuti da altri indici.

I *limiti* di questo indice sono legati in particolare alla presenza al numeratore delle rimanenze. In questo modo infatti l'indice non è in grado di indicare il grado di liquidità reale dell'impresa, e se le risorse imputate in bilancio come rimanenze non dovessero riflettere il loro valore reale, l'indice perderebbe di significato. Si confronterebbero infatti delle uscite monetarie di breve termine reali con delle risorse a breve termine dalla natura incerta.

La *posizione finanziaria netta (PFN)* si ottiene sottraendo dai crediti finanziari e dalla liquidità i debiti finanziari.

+ Crediti finanziari a breve
+ Altre attività correnti finanziarie
- Debiti a breve verso le banche
- Passività correnti finanziarie
= Posizione finanziaria netta a breve
+ Crediti finanziari a medio/lungo termine
- Passività finanziarie a medio/lungo termine
= Posizione finanziaria netta

La PFN è un importante indicatore dello stato di salute di un'impresa. *Esprime l'ammontare dei debiti finanziari al netto delle attività che potrebbero essere liquidate ed utilizzate immediatamente per il rimborso; fornisce pertanto una misura dell'ammontare di debito per il quale non esiste un'immediata copertura.*
[fonte: Dallochio – Salvi]

Grazie all'analisi di questo margine è possibile comprendere e valutare le caratteristiche finanziarie e patrimoniali di un'impresa. Esso può assumere valori positivi o negativi: nel primo caso significa che l'impresa si trova in una condizione di equilibrio finanziario nel breve e nel lungo periodo, nel secondo caso invece è necessario approfondire in maniera maggiore le condizioni di salute dell'impresa in quanto la situazione rappresentata indica che essa fa ricorso all'indebitamento finanziario per supportare l'attività dell'impresa. A seconda di

quanto l'indicatore è negativo può essere valutata la gravità della situazione in cui si trova l'impresa.

Il limite principale della PFN è che per riuscire a dare un significato al risultato che assume, bisogna specificare in che modo è stato costruito, non è infatti unanime definizione delle sue componenti.

Il *Rapporto di indebitamento* è un indice che misura il grado di indebitamento dell'impresa in rapporto al capitale proprio investito all'interno dell'impresa ed è dato da:

$$\text{Rapporto di indebitamento} = \frac{\text{Capitale di terzi del periodo}}{\text{Capitale proprio utilizzato nel periodo}}$$

Questo indice può assumere valori maggiori o minori a 1:

- se l'indice assume valori maggiori a 1, significa che l'impresa fa ricorso ai capitali esterni ed il suo valore indica in quale misura ciò avviene;
- se l'indice assume valori inferiori ad 1, questo sta ad indicare che l'impresa è fortemente capitalizzata, attraverso l'investimento di capitale proprio da parte della proprietà dell'impresa.

I limiti principali di questo indice sono legati alle voci che lo compongono. L'interpretazione ed il significato che esso può assumere dipendono da quali elementi vengono considerati. La voce maggiormente soggetta ad interpretazioni è il "capitale proprio utilizzato nel periodo": ad esempio potrebbe essere composto dalle variazioni del capitale proprio, da quelle del patrimonio netto oppure potrebbe essere presa in considerazione la variazione avuta nel corso dell'esercizio anche di eventuali debiti finanziari che l'impresa ha nei confronti dei soci.

L'*Indice di indipendenza finanziaria* è dato dal rapporto tra il capitale proprio ed il totale dell'attivo dello Stato Patrimoniale:

$$\text{Indice di indipendenza finanziaria} = \frac{\text{Capitale proprio}}{\text{Totale attivo}}$$

Questo indice ci permette di indagare quanto dell'attivo dello stato patrimoniale è coperto dal capitale proprio direttamente investito dai proprietari dell'impresa.

Anche in questo caso, come per l'indice precedente, il principale limite dell'indice è legato alla definizione del capitale proprio.

L'*Indice di indebitamento a breve* è dato dal rapporto delle passività a breve ed il totale dei finanziamenti:

$$\text{Indice di indebitamento a breve} = \frac{\text{Passività a breve}}{\text{Totale dei finanziamenti}}$$

Questo indice permette di indagare qual è la percentuale di passività a breve rispetto al totale delle passività, e capire in questo modo se la struttura finanziaria dell'impresa indagata è maggiormente orientata verso strumenti di finanziamento dell'impresa nel breve o nel lungo periodo, e di conseguenza, la strategia legata alla gestione finanziaria attuata dall'impresa.

Il *Rapporto tra debiti finanziari e fatturato*:

$$\text{Rapp. deb. fin. e fatturato} = \frac{\text{Totale debiti finanziari}}{\text{Fatturato}}$$

Dall'analisi di quest'indice è possibile studiare qual è il trend esistente tra il totale dei debiti finanziari ed il fatturato dell'impresa. E' interessante analizzare questo rapporto per affinare ulteriormente l'analisi relativa alle scelte del management e quelle relative alla composizione della struttura finanziaria.

Tutti gli indici sopra illustrati hanno il limite di non offrire un'informazione univoca se considerati in maniera singola, ma se analizzati insieme ad altri indici il loro potere informativo è forte ed è in grado di dare una panoramica sullo stato di salute delle imprese. Nella parte finale del mio lavoro mi soffermerò sulla valutazione contemporanea dei vari indici per fornire un messaggio unico sulle variazioni affrontate dalle imprese nel periodo considerato.

3.5 *Analisi delle componenti principali*

Per verificare la bontà dei risultati ottenuti e la loro coerenza, ho deciso di effettuare un'analisi multivariata che mi permettesse di considerare contemporaneamente i diversi contributi informativi forniti dagli indicatori scelti: l'*analisi delle componenti principali* (detta pure *PCA* oppure *CPA*). Essa consiste in una tecnica utilizzata nell'ambito della statistica multivariata per la semplificazione dei dati d'origine. La principale finalità di questa tecnica è la riduzione di un numero più o meno elevato di variabili, che rappresentano le caratteristiche del fenomeno oggetto di analisi, in alcune variabili latenti.

Il metodo delle componenti principali è illustrato in tutti i libri di analisi multivariata. I principi chiave su cui si fonda questo metodo sono stati elaborati da Pearson (1901) e, successivamente ed in modo del tutto indipendente da Hotelling nel 1933. Un riferimento autorevole è anche lo studio condotto da Mardia et al nel 1979, mentre una più ampia esposizione dell'argomento particolarmente mirata alle applicazioni di Statistica ed Econometria è fornita nel lavoro di Magnus and Neudecker del 2001.

La tecnica dell'Analisi delle Componenti Principali richiede una trasformazione lineare delle variabili che proietta quelle originarie in un nuovo sistema cartesiano nel quale le variabili vengono ordinate in ordine decrescente di varianza: pertanto, la variabile con maggiore varianza viene proiettata sul primo asse, la seconda sul secondo asse e così via. Analizzando soltanto le variabili con varianza maggiore, ossia le principali, si ottiene la semplificazione. Diversamente da altre trasformazioni (lineari) di variabili praticate nell'ambito della statistica, in questa tecnica i vettori di trasformazione vengono determinati dagli stessi dati. La PCA è una tecnica statistica adoperata in molti ambiti: nell'astronomia, nella medicina, in campo agro-alimentare, ecc. La PCA consente di controllare il "trade-off" tra la perdita di informazioni e la semplificazione del problema.

Il punto di partenza per effettuare un'analisi delle componenti principali consiste nella costruzione di una matrice delle correlazioni relativa alle variabili che si intendono trattare, nel caso in cui le variabili che si devono sintetizzare non siano omogenee per unità di misura, media e varianza, è necessario prima ottenere la matrice delle variabili standardizzate (variabile standard ZX -*standard scores*-)

$$Z = \frac{X - M(X)}{\sigma_x}$$

$X = \text{valore/punteggio grezzo}$

$M(X) = \text{media della distribuzione}$

$\sigma_x = \text{deviazione standard}$

$Z =$ è un numero puro, in questo modo è possibile il confronto tra dati relativi a variabili diverse

Successivamente si procede alla costruzione della matrice delle variabili standardizzate.

	Z1	Z2	Z3	Zn
C1	Z₁₁	Z₁₂	Z₁₃	Z_{1n}
C2	Z₂₁	Z₂₂	Z₂₃	
C3	Z₃₁			
C4				
Cn				Z_{nn}

In seguito si selezionano dalla originaria matrice le variabili che si intendono sintetizzare, poi si costruisce una nuova matrice variabili x variabili (standardizzata, quando necessario) ed infine si costruisce la matrice delle correlazioni fra le variabili selezionate.

	V1	V2	V3	Vn
V1	1	--	--	--
V2	r₂₁	1	--	--
V3	r₃₁	r₃₂	1	--
Vn	r_{n1}	r_{n2}	r_{n3}	1

Il requisito di base per applicare l'analisi delle componenti principali è che le variabili analizzate siano correlate tra loro, ciò perchè le variabili che presentano elevati coefficienti di correlazione possono esprimere lo stesso tipo di informazione

che può quindi essere isolata e rappresentata tramite la costruzione di variabili di sintesi.

Proseguendo nello sviluppo del modello, si procede ad estrarre le componenti principali che costituiscono le variabili sintetiche utilizzate. Da un insieme di p variabili sono estraibili q componenti principali ciascuna in grado di riprodurre in ordine decrescente la massima quota di varianza desunta dalla matrice delle correlazioni.

Alla base del modello vi è la massimizzazione della varianza spiegata, ciò si ottiene trovando tra tutte le possibili combinazioni lineari originarie, la migliore combinazione. Uno dei requisiti fondamentali è “l’ortogonalità”, ossia l’assenza di correlazione tra le componenti; ciò implica che la prima componente principale rappresenti la migliore sintesi delle interrelazioni tra le variabili, la seconda componente principale rappresenti la migliore sintesi della variabilità residua dei dati, in quanto non spiegata dalla componente precedente e così via.

Successivamente si scelgono, fra le componenti estratte, le componenti da analizzare, per fare questo bisogna tenere conto che il numero delle componenti estraibili deve essere uguale al numero delle variabili analizzate ed occorre scegliere le componenti che registrino la maggiore varianza in comune, in numero tale da ottenere una buona approssimazione alla varianza totale della matrice di partenza.

Per fare tutto questo possono essere seguiti due metodi diversi:

- Metodo dell’autovalore >1 : poiché la varianza totale è pari alla somma delle variabili analizzate e dunque per p (variabili originarie) = q (componenti estraibili) la quota di varianza attesa = 1, si considerano le componenti che spiegano una quota di varianza superiore alla quota teorica media , che è 1. Pertanto si considerano le componenti con valore di $\lambda > 1$
- Metodo grafico (scree-test): una rappresentazione grafica degli autovalori in cui ci si ferma alla componente oltre la quale il dislivello tra valori successivi di autovalore diventa esiguo e dunque il contributo supplementare in termini di varianza spiegata diventa esiguo.

Fatto tutto questo, si interpretano le componenti scelte.

Per concludere, è utile riassumere le più significative caratteristiche matematiche dell’analisi delle componenti principali, proprietà che ne fanno una tecnica altamente apprezzabile nelle scienze sociali e che mi hanno portato a sceglierla per il mio

lavoro di ricerca. In primo luogo nessun altro metodo di estrazione dei fattori produce nuovi fattori che spieghino una maggiore proporzione di varianza rispetto a quanto succede per le componenti. La varianza spiegata da ogni componente è uguale all'autovalore della componente. Questo diviso per il numero delle variabili indica la proporzione di varianza spiegata dalla componente.

Il numero di autovalori positivi rappresenta il numero di componenti necessarie per spiegare la varianza della matrice di correlazione e la somma degli autovalori è uguale al numero delle variabili; questo permette di calcolare la proporzione di varianza spiegata da una componente o da un insieme di componenti.

In fine le componenti principali sono combinazioni non correlate (ortogonali) e lineari dei punteggi osservati dalle variabili.

3.6. Conclusioni

Il mio lavoro di ricerca parte da una domanda di base, ossia *come hanno fatto a sopravvivere le imprese che ancora oggi risultano attive?* Osservando infatti il contesto economico tra il 2007 ed il 2015 è evidente la profonda fase di crisi congiunturale vissuta dalla nostra economia, situazione che ha fortemente aggravato lo stato di salute del contesto economico nazionale ed in particolar modo delle PMI italiane portando alla chiusura di circa 13.000 imprese. In questa situazione così difficile, chi è riuscito a sopravvivere ha attuato delle strategie e portato avanti delle scelte aziendali tali da riuscire a superare il lungo periodo di crisi. Il mio lavoro di ricerca vuole osservare questo fenomeno per riuscire a capire quali sono stati i comportamenti attuati e quali modifiche sono state registrate nella composizione della struttura finanziaria e patrimoniale delle imprese analizzate.

Per fare tutto ciò ho selezionato la popolazione oggetto di studio (14.780 imprese) e grazie all'ausilio della piattaforma AIDA, ho ricavato le informazioni necessarie sulle imprese. Nella scelta dei dati contabili e degli indici economico-patrimoniali e finanziari delle imprese, ho considerato tutte quelle informazioni che potessero darmi un'idea sull'andamento generale del settore considerato, sulle performance di vendita e di redditività in base ai quali considerare le caratteristiche della composizione della struttura finanziaria, quale fonte di finanziamento prediligono le imprese, qual è il rapporto esistente tra le fonti di finanziamento a breve ed a lungo termine ecc.. Tutti questi strumenti, serviranno nel capitolo seguente ad analizzare la situazione reale e le modifiche apportate dalle imprese. Infine, grazie all'analisi delle componenti principali, potrò studiare simultaneamente i contributi informativi offerti dai dati contabili e dagli indici considerati rispetto alle diverse reazioni dei tre settori analizzati in risposta alla crisi durante il periodo oggetto di analisi.

Capitolo 4

I risultati dell'analisi empirica

In questa parte del lavoro mi dedicherò allo studio dei risultati ottenuti dall'elaborazione dei dati sul campione di imprese selezionate, come analizzato nel capitolo precedente.

Considererò inizialmente l'andamento delle *performance* del settore e successivamente prenderò in esame gli indici economico-patrimoniali e finanziari scelti al fine di indagare i cambiamenti avvenuti nella composizione della struttura finanziaria delle imprese analizzate; infine analizzerò l'andamento del ROE.

La scelta di analizzare come ultimo indice il ROE è legata al fatto che esiste uno sfasamento temporale tra le reazioni registrate dagli indici finanziari e quelle degli indici patrimoniali rispetto ai fenomeni studiati. I fattori esterni si riflettono sugli indici finanziari e di conseguenza sul ROE; quest'ultimo inizia un processo di miglioramento e lentamente la ripresa dell'autofinanziamento fa migliorare anche gli indici finanziari.

Nella parte finale del capitolo, prenderò in esame l'analisi delle componenti principali tra i dati contabili e gli indici considerati, in modo da fare delle valutazioni sui risultati ottenuti e su eventuali comportamenti caratterizzanti i diversi settori oggetto di analisi.

4.1 Introduzione all'analisi empirica

Come detto nell'introduzione di questo capitolo, inizialmente prenderò in esame i valori medi assunti dagli indici selezionati con riferimento ai singoli settori economici analizzati, tutto ciò al fine di far emergere le peculiarità ed eventuali comportamenti comuni alle imprese.

Nelle tabelle seguenti sono riportati i dati medi utilizzati per lo sviluppo dei grafici che verranno illustrati nel dettaglio in seguito nel capitolo; tali grafici rappresentano un supporto fondamentale per l'analisi e l'interpretazione delle dinamiche dei dati alla base del mio lavoro di ricerca.

Settore Agroalimentare

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Media ROE	-0,37	-0,66	5,41	0,40	0,05	0,42	6,97	5,48	5,26	3,57
Media INDICE DI LIQUIDITA'	0,79	0,90	0,79	0,98	0,75	0,79	0,79	0,81	0,83	0,88
Media POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	1.547	1.671	1.692	2.636	2.189	2.287	2.411	2.180	2.230	1.982
Media RAPPORTO DI INDEBITAMENTO	13,69	17,54	15,19	12,90	37,17	21,02	14,96	15,06	14,42	14,44
Media INDICE DI INDIPENDENZA	22,88	23,67	24,71	27,27	25,70	24,28	25,47	24,99	24,10	26,13
Media INDICE DI INDEBITAMENTO A BREVE	0,83	0,83	0,82	0,76	0,74	0,70	0,70	0,71	0,71	0,73
Media DEBITI V/BANCHE SU FATT. %	21,58	20,97	25,76	30,49	31,45	28,89	30,03	29,23	28,95	29,58
Media RICAVI DELLE VENDITE MIGL. DI EURO	5.821	6.178	6.695	6.050	6.006	6.150	6.043	6.527	6.463	6.424
Media UTILE NETTO MIGL. DI EURO	-2	-9	-71	12	16	163	7	4	-190	35
Media PATRIMONIO NETTO	2.148	2.190	2.382	2.622	2.647	2.675	2.986	2.724	2.609	2.763

Settore dell'Edilizia

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Media ROE	9,06	14,90	17,09	15,24	7,72	13,42	6,08	6,00	8,90	13,59
Media INDICE DI LIQUIDITA'	0,85	0,83	0,94	0,92	0,88	0,92	0,96	0,91	1,05	1,30
Media POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	2.232	2.412	3.002	3.211	3.817	2.800	2.914	1.661	1.698	1.830
Media RAPPORTO DI INDEBITAMENTO	15,44	33,99	35,35	59,94	17,05	22,07	107,75	10,70	19,26	11,58
Media INDICE DI INP. FINANZIARIA	17,65	18,49	17,99	19,61	19,20	17,94	18,82	18,75	18,80	21,12
Media INDICE DI INDEB. A BREVE	0,88	0,86	0,84	0,84	0,82	0,84	0,84	0,86	0,86	0,83
Media DEB. VS BANCHE SU FATT.	25,56	20,61	28,20	27,87	31,33	21,96	26,84	24,71	24,03	25,00
Media RICAVI DELLE VEND MIGLIAIA DI EURO	4.058	5.155	4.604	3.664	3.707	4.157	4.279	3.752	3.845	4.025
Media UTILE NETTO MIGLIAIA DI EURO	-35	97	-15	178	29	-63	-71	17	-30	10
Media PATRIMONIO NETTO MIGLIAIA DI EURO	1.127	1.118	1.155	1.316	1.268	1.211	1.252	1.218	1.179	1.202

Settore dei Servizi

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Media ROE	6,57	7,99	10,27	8,83	12,58	14,48	12,47	10,65	8,68	11,68
Media INDICE DI LIQUIDITA'	1,63	1,61	1,46	1,35	1,51	1,38	1,43	1,41	1,60	1,68
Media POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	1.092	1.181	1.374	1.387	1.324	1.224	1.150	689	831	759
Media RAPPORTO DI INDEBITAMENTO	8,45	12,97	12,90	31,32	13,63	37,71	43,24	12,61	15,29	15,43
Media INDICE DI INP. FINANZIARIA	23,72	25,24	28,38	30,03	28,34	27,99	26,90	26,34	27,62	26,14
Media INDICE DI INDEB. A BREVE	0,82	0,85	0,83	0,81	0,76	0,80	0,80	0,76	0,79	0,82
Media DEB. VS BANCHE SU FATT.	15,77	16,88	15,09	16,43	16,44	13,45	14,53	16,02	14,36	15,67
Media RICAVI DELLE VEND MIGLIAIA DI EURO	3.405	3.603	3.827	3.633	3.663	3.684	3.751	3.615	3.960	4.369
Media UTILE NETTO MIGLIAIA DI EURO	51	3	20	-46	64	78	87	66	12	91
Media PATRIMONIO NETTO MIGLIAIA DI EURO	961	1.003	1.607	1.593	1.676	1.650	1.679	1.712	1.746	1.850

4.2 Ricavi delle vendite

Nel grafico che segue è illustrato l'andamento dei ricavi delle vendite nei tre settori oggetto di studio (linea rossa, settore agroalimentare; linea verde, settore delle costruzioni; linea azzurra, settore dei servizi) nell'orizzonte temporale dal 2006 al 2015.

Dall'analisi del grafico seguente si evincono in maniera chiara ed immediata gli effetti della crisi sulle vendite dei settori analizzati. I primi segnali si iniziano a

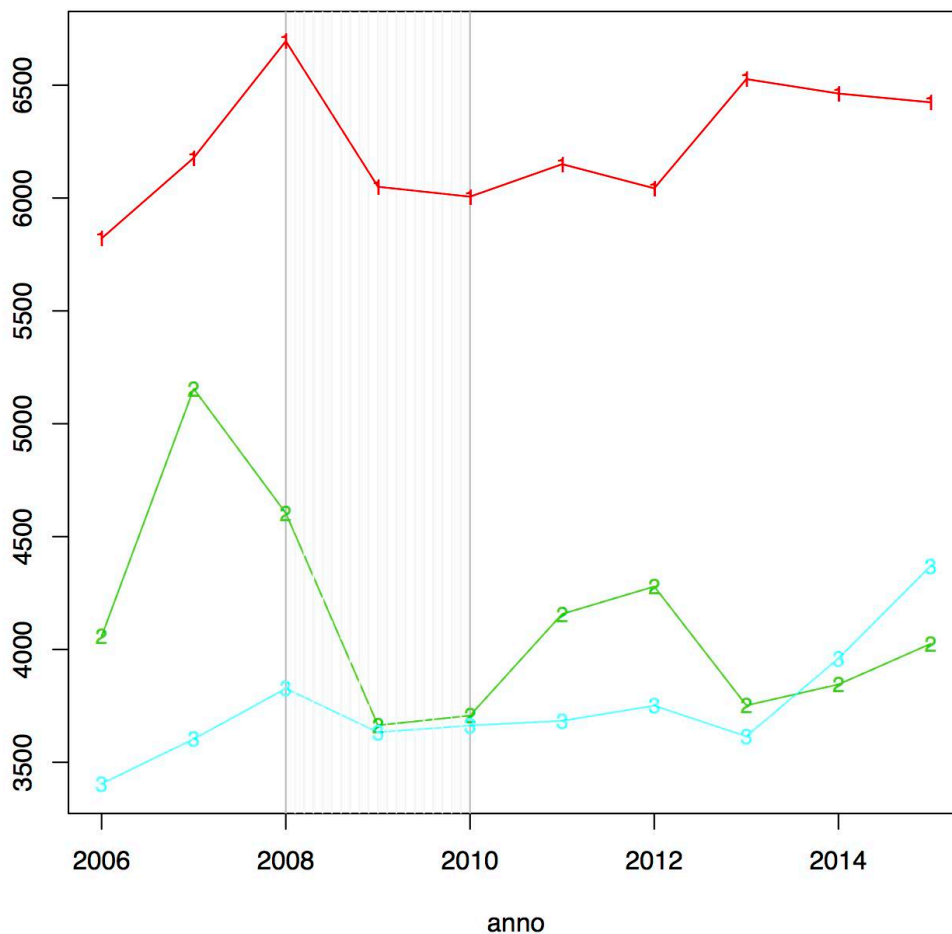
cogliere nel 2008, in questo anno infatti il calo dell'attività economica registrato ha riguardato tutti i principali settori, ad eccezione di quello agricolo, che ha segnato una variazione positiva dopo tre anni di consistente flessione.

Come si può vedere nel grafico, i ricavi delle vendite nel settore agroalimentare hanno avuto una forte crescita dal 2006 al 2008, anno oltre il quale si è avuta una riduzione repentina della domanda sia a livello di esportazioni che di consumo interno a causa della crisi finanziaria che dal 2008 ha visto il contagio dall'economia americana a quella europea. Il nostro settore agroalimentare è caratterizzato da una forte incidenza delle esportazioni, quindi la crisi finanziaria, che in quegli anni iniziava a manifestare tutta la sua potenza inizialmente negli Stati Uniti e successivamente anche in Europa, fece diminuire in maniera drastica i consumi. Dal 2009 al 2011 i ricavi delle vendite si sono mantenuti pressochè costanti (manifestando un piccolo trend di crescita dal 2010 al 2011), ma nel 2011 possiamo notare nuovamente una diminuzione nei ricavi delle vendite a causa della diminuzione del consumo interno, infatti in quell'anno è iniziata la crisi dei debiti sovrani che ha colpito anche il nostro paese e che ha portato a delle ripercussioni anche sull'economia reale e di conseguenza sul potere di acquisto della popolazione. Dal 2011 al 2015 i ricavi delle vendite si sono mantenuti pressochè costanti con un leggero trend in diminuzione nonostante la crescita delle esportazioni, in quanto il consumo interno è diminuito più di quanto sono aumentate le esportazioni.

Per quanto riguarda i ricavi delle vendite nel settore dell'edilizia, come si può notare dal grafico seguente, si è avuto un forte incremento tra il 2006 ed il 2007 e successivamente dal 2007 al 2009 una forte diminuzione. Tutto ciò, rispecchia esattamente la situazione illustrata nel *par. 2.1* del precedente capitolo.

Nel 2007 cominciò la crisi finanziaria dovuta inizialmente all'insolvenza di molti soggetti che avevano avuto accesso a questo tipo di mutui causando un'immediato crollo nella richiesta di immobili.

RICAVI DELLE VENDITE (Migliaia di €)



fonte: nostra elaborazione

Nel 2008, nel caso delle costruzioni, la dinamica delle unità di lavoro è stata quasi analoga a quella del valore aggiunto, dando luogo a una discesa della produttività limitata (-0,6 per cento) e molto meno intensa di quella dell'anno precedente. Dal 2010 al 2012 si è avuta una crescita nei ricavi delle vendite fino al 2012, anno in cui il settore edile ha risentito della crisi del debito sovrano iniziata nel 2011 che, come detto in precedenza, ha avuto delle forti ripercussioni sull'economia reale. Dal 2013 in poi i ricavi delle vendite di questo settore hanno ricominciato lentamente a crescere, come conseguenza di un leggero miglioramento delle condizioni del settore e di politiche straordinarie portate avanti dalla BCE legate al contenimento dei tassi interbancari che hanno avuto anche ripercussioni sulla facilità delle famiglie e delle imprese nell'accedere al capitale bancario.

Il terzo settore considerato è quello dei servizi, anche in questo caso si può notare una crescita dei ricavi delle vendite dal 2006 al 2008, ed una più contenuta diminuzione, rispetto ai precedenti settori analizzati, dal 2008 al 2009.

La spesa per servizi, pur mantenendo una tendenza lievemente positiva nel 2008, ha segnato un forte rallentamento rispetto al 2007, quando era cresciuta del 2,4 per cento. Dal 2009 al 2013 i ricavi delle vendite si sono mantenuti pressochè costanti (si può notare una piccola diminuzione dal 2012 al 2013) e dal 2013 si può notare un forte aumento dei ricavi delle vendite in questo settore.

La diminuzione dei ricavi delle vendite nei tre settori analizzati avvenuta tra il 2008 ed il 2009 (per l'edilizia è cominciata nel 2007) ed anche quella avvenuta nel 2012, rispecchiano la situazione di crisi congiunturale avvenuta in quegli anni che ha investito, anche se con dimensioni diverse, tutti i settori dell'economia.

4.3 Utile netto

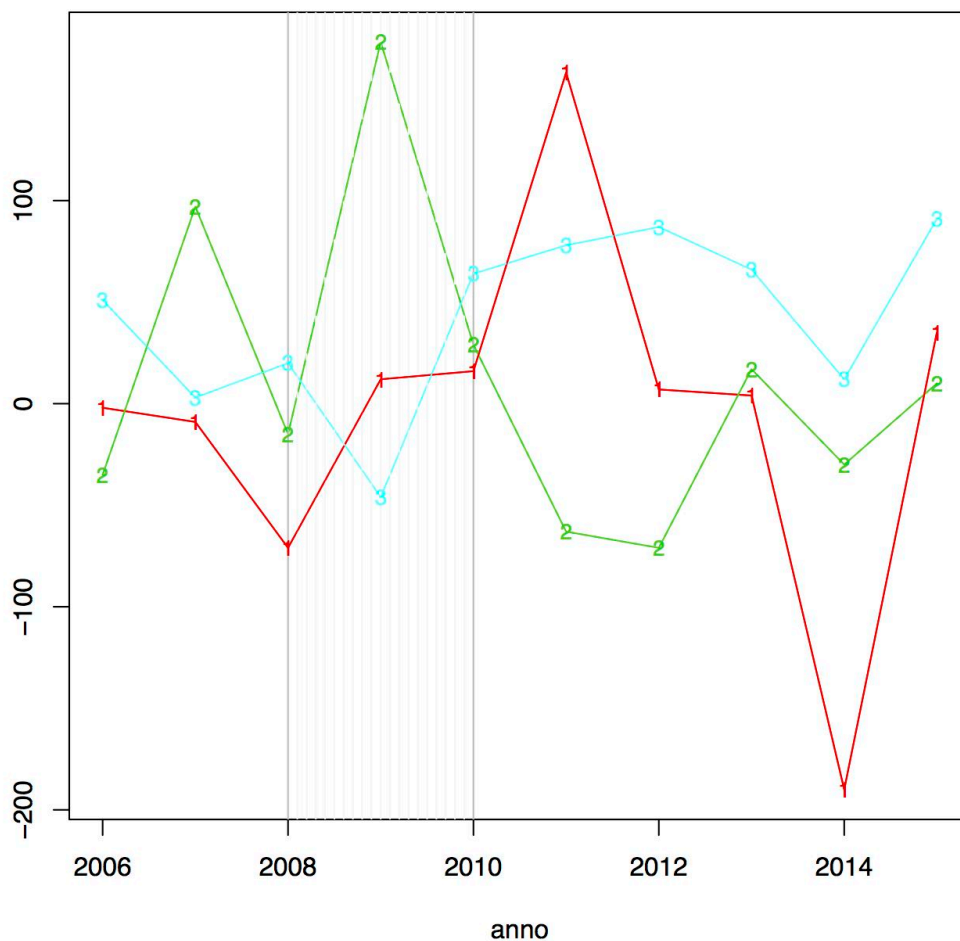
Nel grafico che segue è illustrato l'andamento dell'utile netto nei tre settori oggetto di studio (linea rossa, settore agroalimentare; linea verde, settore delle costruzioni; linea azzurra, settore dei servizi) nell'orizzonte temporale dal 2006 al 2015.

Come si evince dal grafico seguente, in tutti i settori oggetto di analisi, tale indicatore presenta un andamento altalenante negli anni, evidenziando anche dei picchi notevoli tra un anno ed un altro.

Cominciamo analizzando il settore agroalimentare. Tra il 2006 ed il 2010, nel grafico individuiamo una diminuzione della grandezza nel 2008 che poi torna a salire nel 2009 fino a raggiungere un punto di massimo nel 2010. Successivamente è stata registrata una diminuzione della grandezza nel 2012 per arrivare al suo punto di minimo 2014 e risalire infine nel 2015. Oltre i tre picchi (2008, 2011 e 2014) i risultati ottenuti sono pressochè costanti. Il 2008 ed il 2014, presentano dei risultati negativi, ciò indica che nonostante i risultati positivi raggiunti dal settore per quando riguarda le vendite in quegli anni, l'utile netto del settore è negativo, quindi la causa non è da ricercare in una diminuzione delle vendite ma in un aumento dei costi.

Passiamo ora ad analizzare i risultati ottenuti nel settore delle costruzioni. Anche nel caso di questo settore non notiamo un andamento costante dell'indicatore in esame. In particolare vi sono due picchi positivi nel 2007 e nel 2009, il primo può essere ricollegato ad un alto risultato ottenuto anche nei ricavi delle vendite, mentre il secondo è da ricollegarsi a particolari situazioni interne, contenimenti dei costi ecc..

UTILE NETTO (Migliaia di €)



fonte: nostra elaborazione

Infine analizzando il settore dei servizi, si nota che i risultati ottenuti da questo settore sono più contenuti rispetto a quelli dei precedenti. Notiamo due picchi negativi nel 2009 e nel 2014 anche in questo caso da attribuire ad incrementi dei costi. In generale l'andamento del dato del settore può essere considerato migliore rispetto a quello degli altri settori, quindi si può ritenere che in questo caso siano state maggiormente efficaci le politiche di contenimento dei costi attuate in risposta alla diminuzione delle vendite avuta dal settore.

4.4 Patrimonio netto

Passiamo ora ad analizzare l'andamento del Patrimonio Netto.

Nel grafico che segue è illustrato l'andamento del Patrimonio Netto nei tre settori oggetto di studio (linea rossa, settore agroalimentare; linea verde, settore delle

costruzioni; linea azzurra, settore dei servizi) nell'orizzonte temporale dal 2006 al 2015.

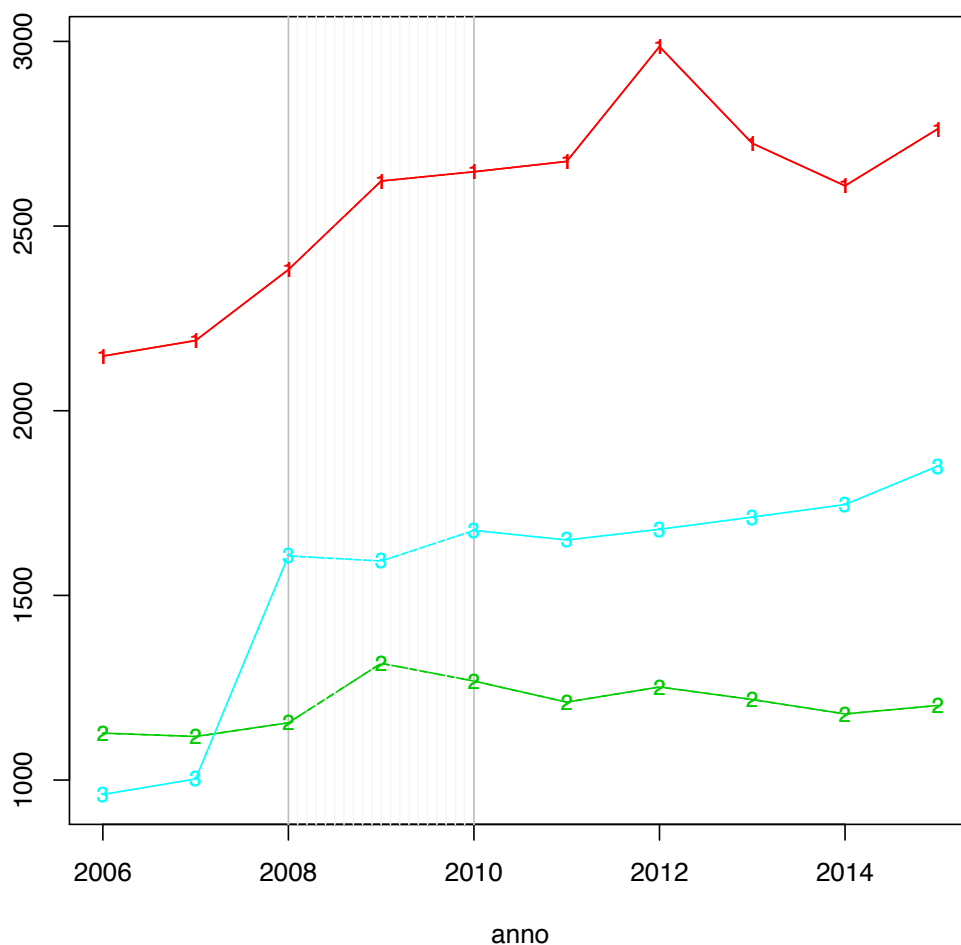
Analizzare l'andamento del Patrimonio Netto permette di valutare eventuali incrementi di capitale proprio da parte della struttura proprietaria dell'impresa.

Il settore agroalimentare si è caratterizzato per un aumento leggero ma costante del patrimonio netto tra il 2006 ed il 2011, registrando poi un picco in aumento nel 2012, per poi diminuire fino al 2014 e tornare ad aumentare nel 2015. Dall'andamento di questo valore, possiamo concludere che l'apporto di capitale è stato costante nel periodo analizzato e che sicuramente tra il 2012 ed il 2014 la diminuzione del patrimonio netto è legata ai risultati fortemente negativi registrati dall'utile del settore.

Passiamo ora ad analizzare l'andamento del Patrimonio Netto per il settore edile. La prima cosa che si nota è che il valore in generale di tale importante valore contabile, si presenta più basso degli altri settori analizzati. Per quanto riguarda l'andamento, esso rimane tendenzialmente costante per tutto il periodo analizzato, ciò significa che le perdite registrate per quanto riguarda l'utile del settore, sono state controbilanciate dall'immissione di capitale da parte dei proprietari delle imprese.

L'ultimo settore analizzato è quello dei servizi. In questo caso si nota che tra il 2006 ed il 2007 i valori sono rimasti costanti, per aumentare rapidamente tra il 2007 ed il 2008 e rimanere pressochè costanti tra il 2008 ed il 2015.

PATRIMONIO-NETTO (Migliaia di €)



fonte: nostra elaborazione

In questo caso possiamo concludere che la copertura del fabbisogno finanziario dell'impresa è stata garantita in buona parte dall'immissione di capitale proprio, tanto da controbilanciare anche gli anni in cui si sono registrate delle forti perdite nell'utile netto del settore, riuscendo a registrare un incremento generale nel valore del patrimonio netto.

4.5 Indice di liquidità

Questo indice esprime il rapporto tra Attività a breve e Passività a breve.

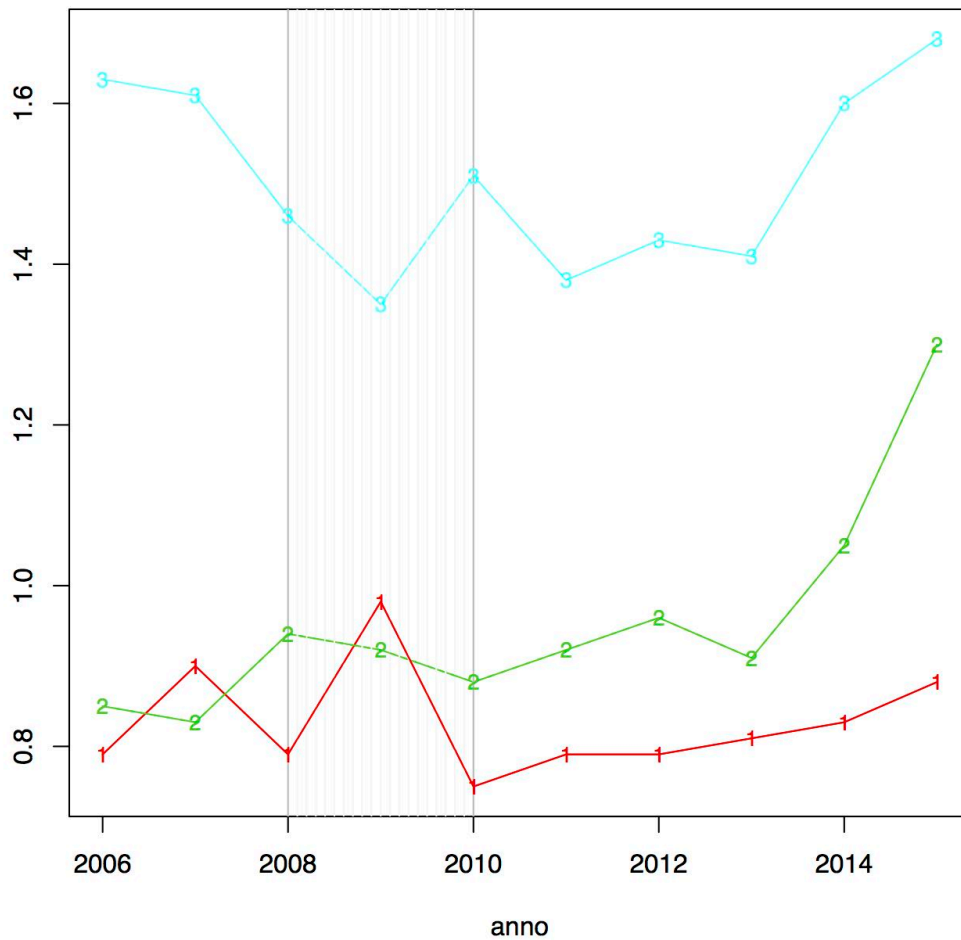
Nel grafico sono rappresentati i tre settori oggetto di studio (linea rossa, settore agroalimentare; linea verde, settore delle costruzioni; linea azzurra, settore dei servizi) nell'orizzonte temporale dal 2006 al 2015.

Partiamo analizzando il settore agroalimentare, nel 2007 si può notare un lieve aumento dell'indice che diminuisce nel 2008 per poi aumentare nuovamente nel

2009 e diminuire nel 2010, a questo punto l'indice si presenta pressochè costante con un leggero trend di crescita fino al 2015. I due picchi positivi registrati nel 2009 e nel 2011, non coincidono ad aumenti nei ricavi nelle vendite, quindi non si potrebbero ricondurre ad un aumento delle attività a breve dovuto ad un aumento dei crediti proporzionale ad un incremento delle vendite, di conseguenza potrebbero essere ricondotte ad una variazione delle politiche commerciali legate ad un incremento nella dilazione dei pagamenti concessa ai clienti, oppure ad una diminuzione delle passività a breve, per le politiche commerciali con i fornitori o per le politiche finanziarie attuate. Prendendo in esame anche il patrimonio netto nel 2007 e nel 2009, notiamo che non è stata registrata una diminuzione ma vi era un trend crescente di questa grandezza in quegli anni, di conseguenza i due picchi del indice di liquidità potrebbero essere ricondotti ad una diminuzione delle passività a breve, a fronte di una possibile preferenza in quegli anni per un aumento della patrimonializzazione interna.

Passiamo ora ad analizzare il settore delle costruzioni, dal 2007 al 2008 è stato registrato un incremento che si è mantenuto pressochè costante fino al 2013, successivamente fino al 2015, è stato registrato un forte incremento. Come detto in precedenza, l'incremento può essere dovuto anche ad una diminuzione delle passività a breve, quindi in una modifica della durata della struttura finanziaria delle imprese del settore, che potrebbero aver modificato la tipologia di debito per far fronte al fabbisogno finanziario delle imprese.

INDICE DI LIQUIDITA'



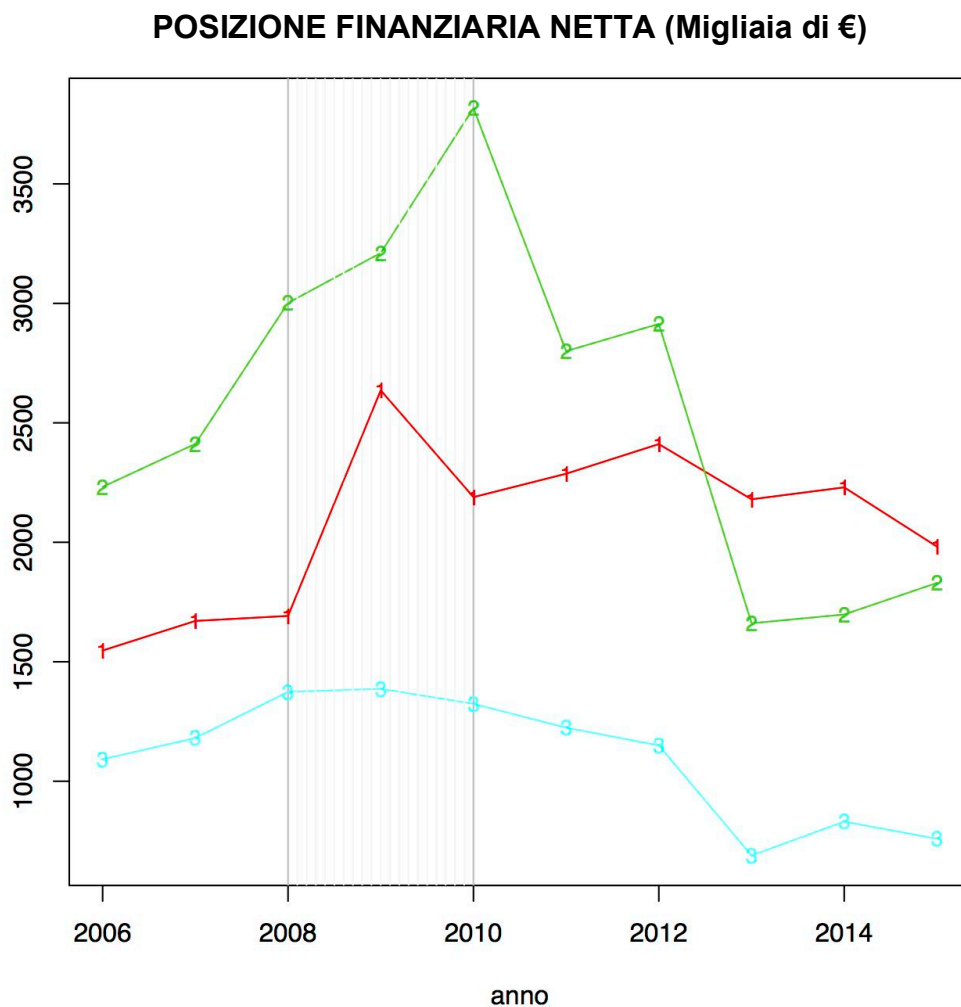
fonte: nostra elaborazione

Per quanto riguarda il settore dei servizi, si può subito notare che l'indice presenta in generale valori più alti rispetto a quelli registrati per lo stesso indice dagli altri settori. Questo indica alcune caratteristiche fondamentali nelle politiche commerciali adottate dalle imprese appartenenti. Dall'andamento del grafico si evince una diminuzione dell'indice dal 2009 al 2013, mantenendo dei valori più bassi rispetto a quelli registrati nel periodo 2006/2008 e 2014/2015. Osservando l'andamento dei ricavi totali per il periodo 2009/2013 questi si presentano tendenzialmente bassi e costanti rispetto all'intero periodo analizzato, quindi la diminuzione dell'indice di liquidità è facilmente riconducibile ad una diminuzione delle attività a breve di cui fanno parte anche i crediti commerciali.

4.6 Posizione Finanziaria Netta

La Posizione finanziaria netta è data dalla differenza tra i crediti finanziari e la liquidità meno i debiti finanziari, ossia è pari all'ammontare dei debiti finanziari al netto delle attività e della liquidità che potrebbe essere utilizzata immediatamente per il rimborso dei debiti. La PFN indica, quindi, se vi è equilibrio finanziario all'interno dell'impresa e fornisce una misura dell'ammontare di debito per il quale non esiste un'immediata copertura.

Nel grafico seguente, sono rappresentati i tre settori oggetto di studio (linea rossa, settore agroalimentare; linea verde, settore delle costruzioni; linea azzurra, settore dei servizi) nell'orizzonte temporale dal 2006 al 2015.



fonte: nostra elaborazione

Cominciamo ad analizzare l'equilibrio finanziario nel settore agroalimentare: si può subito notare un incremento tra il 2008 ed il 2009 per poi diminuire nuovamente nel

2010 e mantenersi pressochè costante fino al 2015 in cui si è registrata una leggera diminuzione. Il picco registrato nel 2009 corrisponde a quello dell'indice di liquidità nello stesso anno, da questo emerge che in quell'anno c'è stato un aumento delle attività finanziarie a breve. La diminuzione registrata per il 2015 invece è in contraddizione con quanto registrato dall'indice di liquidità che invece per quell'anno segnalava un aumento. Da questo si evince che l'aumento dell'indice di liquidità per il 2015 non è stato dovuto a crediti finanziari a breve ma a crediti commerciali e che per lo stesso anno si è avuto un aumento dei debiti finanziari a medio/lungo termine.

Per quanto riguarda il settore delle costruzioni, possiamo notare dal grafico che il margine ha subito un forte incremento tra il 2006 ed il 2010, per poi diminuire nel 2011 e nel 2013 registrare un picco negativo, mentre negli anni successivi fino al 2015 si è mantenuto costante con un leggero trend di crescita.

Il trend positivo registrato dal 2013 al 2015 trova corrispondenza con l'andamento dell'indice di liquidità per lo stesso periodo.

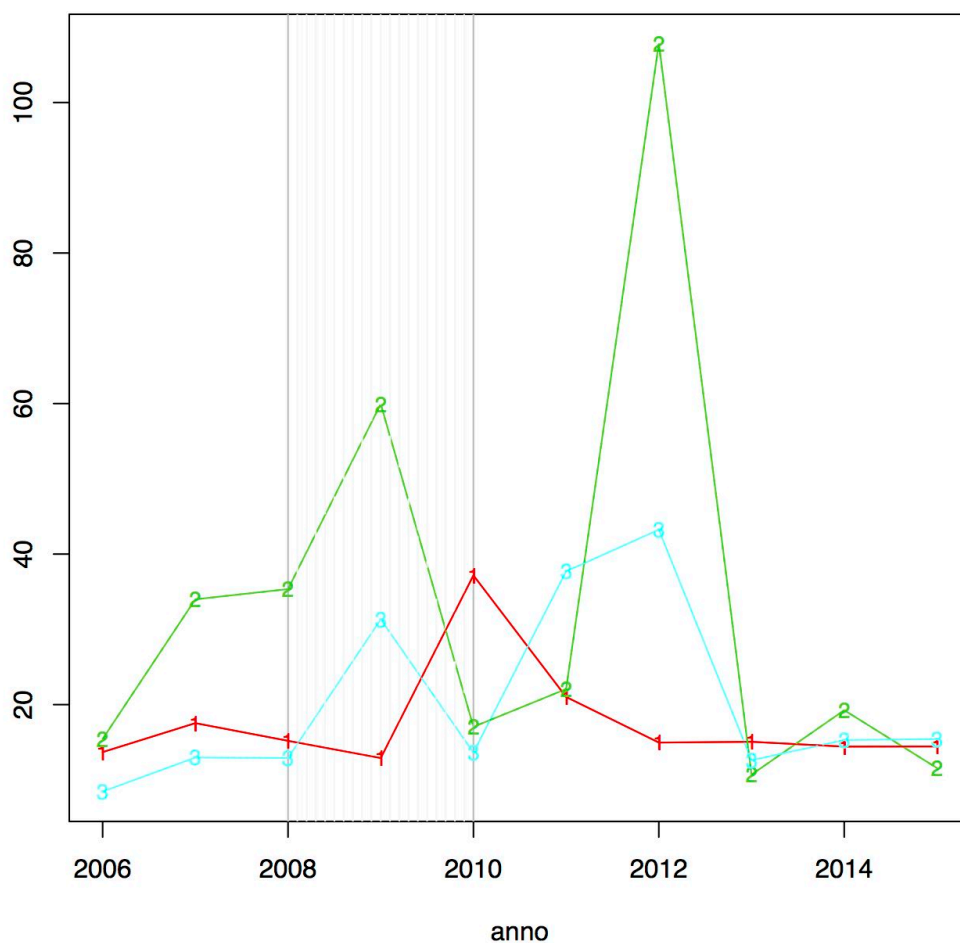
Passiamo ora ad esaminare la posizione finanziaria netta nel settore dei servizi. Dall'analisi del grafico emerge che il margine è rimasto pressochè costante (sono stati registrati leggeri trend in aumento o in diminuzione) tra il 2006 e il 2012, nel 2013 è stata registrata una diminuzione del margine che si è mantenuta costante anche nel 2014 e nel 2015. Come anticipato nell'analisi dell'indice di liquidità, e ora risulta evidente dal grafico, l'incremento delle attività a breve è legato ad attività di tipo commerciale e non di tipo finanziario, in quanto non si trova riscontro relativo alla posizione finanziaria netta nel presente grafico.

4.7 Rapporto di indebitamento

Questo indice misura il rapporto esistente tra il capitale di terzi ed il capitale proprio investito all'interno dell'impresa.

Nel grafico seguente, sono rappresentati i tre settori oggetto di studio (linea rossa, settore agroalimentare; linea verde, settore delle costruzioni; linea azzurra, settore dei servizi) nell'orizzonte temporale dal 2006 al 2015.

RAPPORTO DI INDEBITAMENTO



fonte: nostra elaborazione

Partiamo analizzando il comportamento del settore agroalimentare. Come si evince dal grafico, l'indice si è mantenuto pressochè costante, solo nel 2009 è stato registrata una piccola diminuzione e nel 2010 un picco positivo. Partendo da una situazione di Patrimonio Netto quasi invariata rispetto all'anno precedente e da una Posizione Finanziaria Netta che diminuisce rispetto all'anno precedente, possiamo dedurre che si è avuto un incremento del capitale di terzi rispetto al capitale proprio investito all'interno delle imprese del settore.

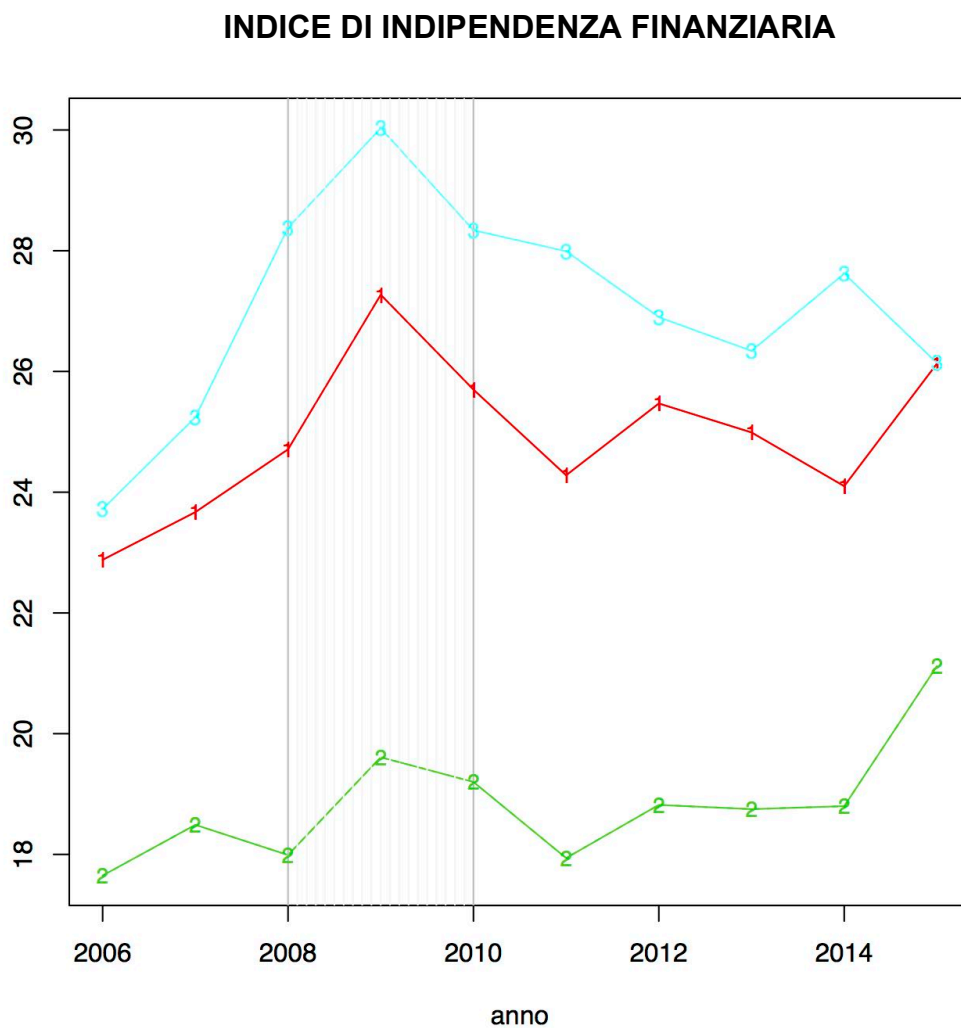
Passando all'analisi del settore delle costruzioni, osserviamo dal periodo dal 2006 al 2009 una crescita e nel 2010 una diminuzione per poi ritornare a crescere raggiungendo il suo punto di massimo nel 2012. Nel 2013 abbiamo nuovamente una forte diminuzione che si manterrà costante fino al 2015. Nel 2009 e nel 2012 è possibile registrare un forte incremento del capitale di terzi all'interno delle imprese rispetto al capitale proprio presente.

Infine, il settore dei servizi si presenta altalenante dal 2008 al 2013, evidenziando in particolare due picchi positivi nel 2009 e 2012. Dal confronto con i dati relativi alla Posizione Finanziaria Netta, in costante diminuzione nello stesso periodo, risulta evidente un incremento del capitale di terzi legato al fabbisogno finanziario delle imprese.

4.8 Indice di indipendenza finanziaria

Questo indice è dato dal rapporto tra capitale proprio e totale dell'attivo e ci permette di indagare quanta parte dell'attivo è coperta dal capitale proprio.

Nel grafico seguente, sono rappresentati i tre settori oggetto di studio (linea rossa, settore agroalimentare; linea verde, settore delle costruzioni; linea azzurra, settore dei servizi) nell'orizzonte temporale dal 2006 al 2015.



fonte: nostra elaborazione

Per quanto riguarda il settore agroalimentare, possiamo notare che nel 2009 vi è un aumento dell'indice, quindi tra le imprese del settore è aumentato l'apporto di capitale proprio per quell'anno, cosa che è confermata anche dall'andamento del rapporto di indebitamento per lo stesso anno che invece risulta diminuito. Negli anni successivi, l'indice diminuisce tra il 2009 ed il 2011, per poi aumentare tra il 2011 ed il 2012, per poi tornare a diminuire tra il 2012 ed il 2014 ed infine ricominciare a salire nel 2015. Da questo andamento altalenante dell'indice si evince che il ricorso al capitale proprio all'interno del settore è frequente per far fronte al fabbisogno finanziario delle imprese.

Passiamo ora al settore delle costruzioni, come si evince immediatamente, in generale il valore dell'indice risulta più basso, quindi in questo settore rispetto agli altri due analizzati il ricorso al capitale proprio viene fatto in maniera più contenuta.

Anche in questo settore nel 2009 è stato registrato un aumento dell'indice ma in questo caso non coincide con l'aumento del rapporto di indebitamento, quindi vi è stato in generale un aumento del fabbisogno finanziario che è stato coperto sia dal capitale proprio che dai mezzi di terzi. Successivamente l'indice presenta nel 2011 una diminuzione, per poi tornare ad aumentare l'anno successivo ed aumentare ancora nel 2014 fino a raggiungere il suo punto di massimo nel 2015.

Per quanto riguarda il settore dei servizi, osservando il grafico si può subito notare un forte incremento tra il 2006 ed il 2009 fino a raggiungere il suo punto di massimo, per poi diminuire fino al 2013, aumentare nel 2014 e poi nuovamente diminuire nel 2015. Come avvenuto anche negli altri settori analizzati, nel 2009 si è avuto un forte incremento dell'indice dovuto anche in questo caso ad un aumentato fabbisogno finanziario, cosa che viene confermata dalla diminuzione di fatturato per lo stesso anno.

Dall'analisi di questo grafico si evince che nel momento in cui anche la nostra economia è stata contagiata dagli effetti della crisi finanziaria, le imprese hanno fatto subito ricorso al capitale proprio, per poi negli anni successivi cercare capitale di terzi.

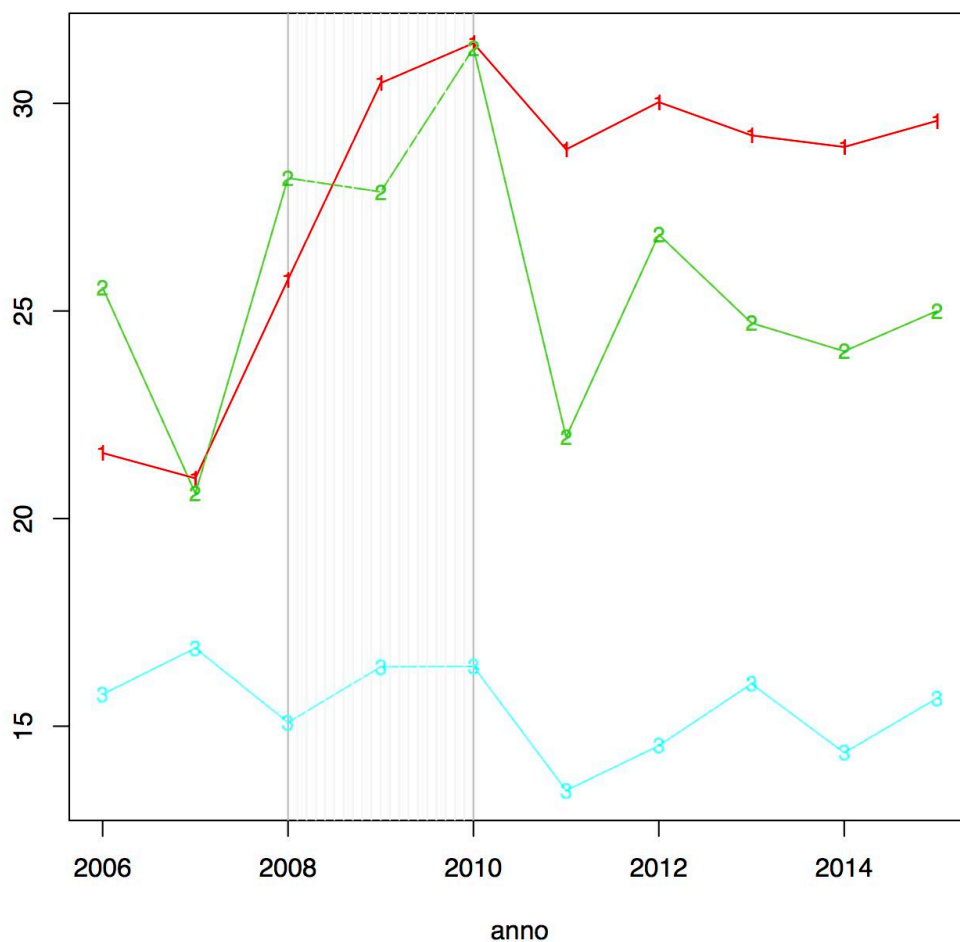
4.9 Debiti finanziari su fatturato

Tale indice prende in considerazione il rapporto dei debiti finanziari sul fatturato ed è un ottimo indicatore delle scelte del management sulla propensione all'indebitamento

finanziario. Grazie a questo indice possiamo indagare come varia la propensione all'indebitamento bancario al variare del fatturato dell'impresa.

Nel grafico seguente, sono rappresentati i tre settori oggetto di studio (linea rossa, settore agroalimentare; linea verde, settore delle costruzioni; linea azzurra, settore dei servizi) nell'orizzonte temporale dal 2006 al 2015.

DEBITI FINANZIARI SU FATTURATO



fonte: nostra elaborazione

Prendiamo in esame l'andamento dell'indice per il settore agroalimentare. Come si evince dal grafico l'indice tra il 2006 ed il 2007 ha subito una leggera diminuzione, mentre tra il 2007 ed il 2010 un rapido incremento fino a raggiunge il suo punto di massimo nel 2010. Successivamente l'indice è leggermente diminuito per poi rimanere pressochè costante fino al 2015. Se prendiamo in esame contemporaneamente l'andamento dei ricavi delle vendite ed il grafico precedente, possiamo riuscire a cogliere il trend legato al fabbisogno finanziario delle imprese.

Dall'analisi congiunta si evince che sebbene nel 2008 vi è stato un incremento dei ricavi delle vendite, possiamo notare nello stesso anno un aumento dell'indice che esprime il rapporto tra debiti finanziari e fatturato. Questo indica che nonostante l'incremento del fatturato, l'aumento dei debiti finanziari è notevole, e dal 2010 rimane costantemente alto.

Passiamo ad analizzare questo indice per il settore delle costruzioni. In questo caso possiamo notare un andamento altalenante durante i dieci anni analizzati, dal 2006 al 2007 si ha una diminuzione, mentre dal 2007 al 2010 abbiamo un aumento dell'indice che torna a diminuire nel 2011, per poi tornare ad aumentare dal 2011 fino al 2012 e poi restare pressochè costante fino al 2015. Dall'analisi del grafico si nota subito che sia per il settore agroalimentare che per il settore delle costruzioni, il punto di massimo coincide per entrambi i settori nel 2010. Questo testimonia che entrambi i settori hanno avuto un fabbisogno di liquidità quell'anno che è stato fronteggiato con il ricorso al debito finanziario.

Negli anni seguenti i due settori hanno seguito degli andamenti diversi caratterizzati anche dalle condizioni e dalle peculiarità dei due settori.

L'ultimo settore analizzato è quello dei servizi. La prima cosa che si può notare è che in generale il valore dell'indice risulta più basso rispetto a quello degli altri due settori analizzati, quindi ciò significa che in generale i due elementi rapportati per questo settore sono più vicini tra di loro.

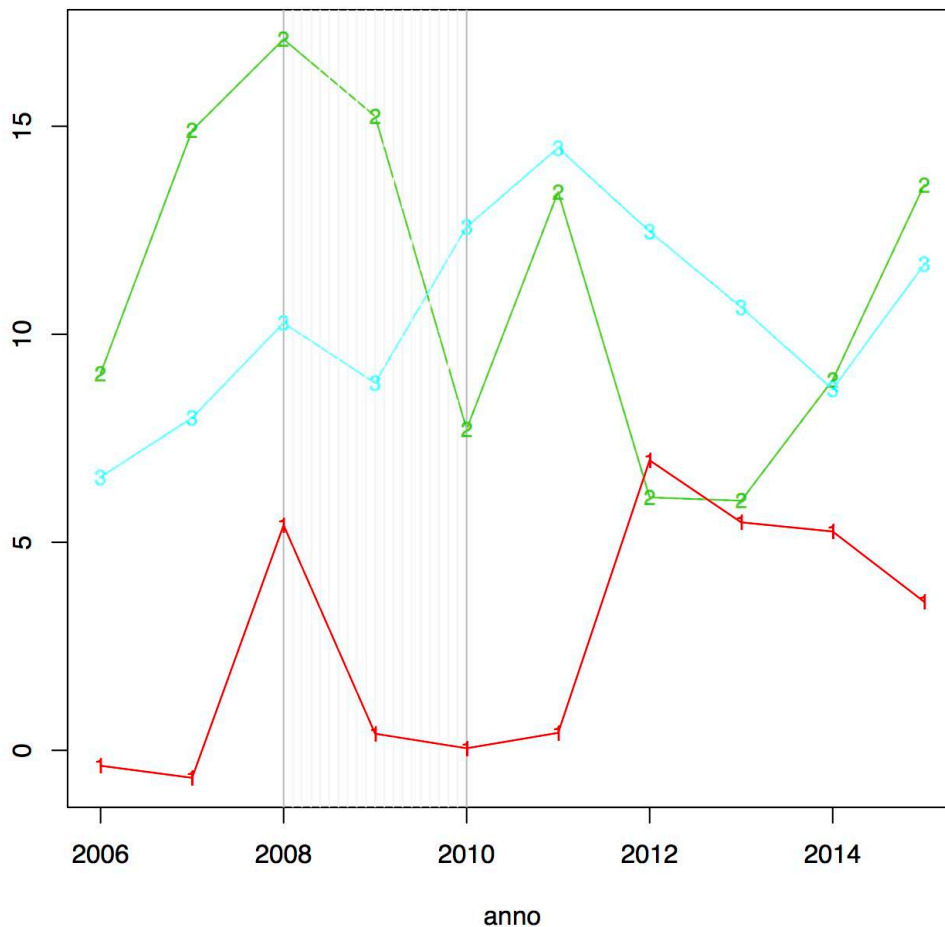
Prendendo in considerazione l'andamento dell'indice per il settore dei servizi si può notare che in questo caso non vi sono grandi oscillazioni nell'andamento dell'indice nei dieci anni oggetto di studio, cosa che accade anche per quanto riguarda l'andamento dei ricavi delle vendite. Possiamo quindi dire che, considerando l'andamento dei ricavi delle vendite che nel periodo analizzato si presenta pressochè costante nel periodo oggetto di studio, le piccole fluttuazioni registrate dal rapporto tra debiti finanziari e fatturato osservate sono da ricondurre a fluttuazioni nel fabbisogno finanziario delle imprese che sono state in parte affrontate con il ricorso al capitale finanziario.

4.10 ROE

Nel grafico che segue è illustrato l'andamento del ROE nei tre settori oggetto di studio (linea rossa, settore agroalimentare; linea verde, settore delle costruzioni; linea azzurra, settore dei servizi) nell'orizzonte temporale dal 2006 al 2015.

Il ROE è un indice di redditività complessiva aziendale.

ROE



fonte: nostra elaborazione

Questo indice è dato dal rapporto tra utile netto e patrimonio netto ed in questo modo esprime il risultato reddituale dell'impresa in funzione del capitale investito dalla struttura proprietaria all'interno dell'impresa.

Prendiamo in esame l'andamento del settore agroalimentare, dopo un'iniziale diminuzione tra il 2006 ed il 2007, abbiamo un forte incremento nel 2008, dovuto all'incremento delle vendite che come abbiamo analizzato nel paragrafo 3.2 *Ricavi delle vendite*, e successivamente dal 2009 al 2011 l'indice è diminuito e si è mantenuto costante in quanto negli stessi anni si è avuto un incremento del Patrimonio Netto mentre i Ricavi delle vendite e di conseguenza l'Utile Netto si è mantenuto costante nello stesso periodo. Nel 2012 possiamo notare un incremento del ROE dovuto ad un incremento sia dell'Utile netto che del Patrimonio Netto (il

primo in maniera maggiore rispetto al secondo). Dal 2013 al 2015, in questo settore, il ROE segue un trend in diminuzione dovuto ad un piccola diminuzione negli stessi anni dei Ricavi delle vendite e conseguenzialmente dell'Utile netto, a cui è corrisposta un aumento del Patrimonio Netto.

Passiamo ora ad analizzare l'andamento del ROE nel settore delle costruzioni. Come si può subito notare l'indice in questo settore risulta in generale maggiore rispetto all'andamento medio del settore agroalimentare. Questo sta ad indicare che è maggiormente redditizio investire in questo settore piuttosto che nel settore agroalimentare considerando il rendimento del capitale investito. Dall'analisi del grafico emerge che per il settore edilizio, tra il 2006 ed il 2008 il ROE ha raggiunto un punto di massimo nel 2008 per poi diminuire fino al punto di minimo nel 2010. Nel 2008 l'Utile netto ha avuto un incremento che ha fortemente influenzato i risultati dell'indice in quell'anno. Nel periodo oggetto di analisi nel 2011 si può notare un picco positivo del ROE, mentre nel 2012 si è avuta una diminuzione rimasta costante nel 2013 per poi risalire in un nuovo picco positivo nel 2015. Il Patrimonio netto può essere considerato pressochè costante in tutto il periodo considerato e di conseguenza le fluttuazioni del ROE sono relative all'andamento dell'Utile netto medio del settore.

Consideriamo ora il settore dei servizi, il ROE all'interno di questo settore ha subito un leggero aumento dal 2006 al 2008 per poi diminuire leggermente nel 2009 e da questo anno fino al 2011 aumentare in maniera decisa. Dal 2011 al 2014 l'indice ha subito una diminuzione per poi ricominciare ad aumentare tra il 2014 ed il 2015.

Dall'analisi dell'andamento del Patrimonio netto per questo settore, emerge che dal 2006 al 2007 si è avuto un leggero aumento, mentre dal 2007 al 2008 è stato registrato un forte incremento che si è mantenuto tale registrando un leggero trend in aumento dal 2007 al 2015, quindi un costante incremento di capitale all'interno del settore per il periodo oggetto di analisi. Anche in questo caso, come per il settore analizzato precedentemente, non potendo registrare forti fluttuazioni per quanto riguarda il Patrimonio netto investito all'interno del settore, le fluttuazioni dell'indice analizzato riflettono l'andamento dell'Utile netto medio del settore.

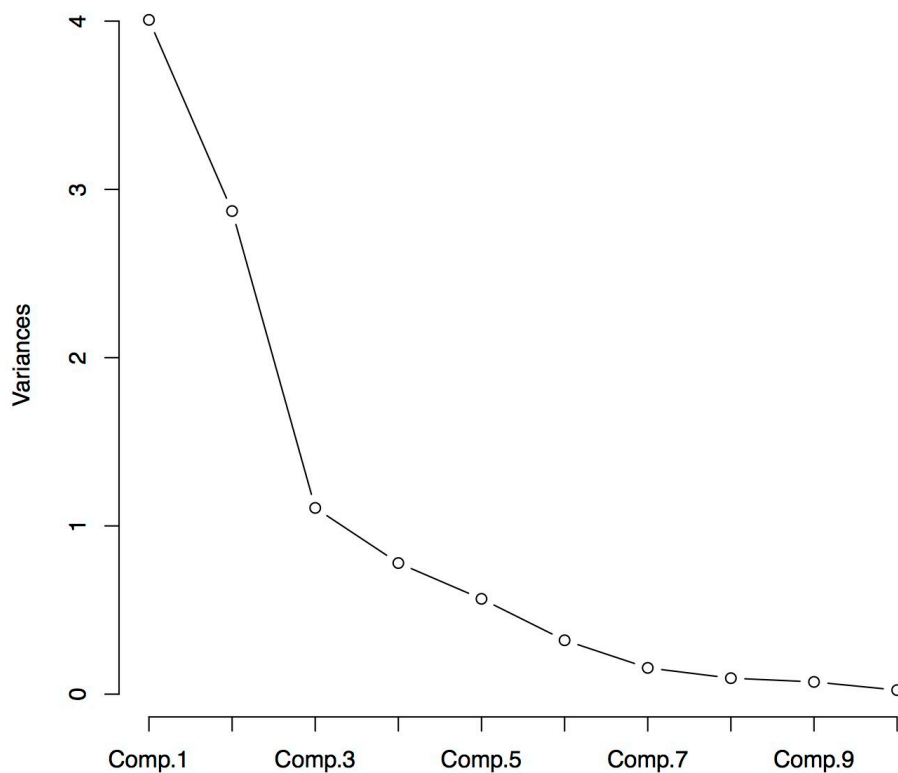
4.11 Analisi delle componenti principali dei dati oggetto di studio

Come detto nel capitolo precedente, l'analisi delle componenti principali permette di individuare le dimensioni generali, dette *componenti principali*, sottostanti ad un insieme di *variabili* tra loro *correlate*.

Le *componenti principali*, infatti, sintetizzano l'informazione contenuta in un numero elevato di variabili tra loro correlate in un numero minore di nuove variabili ognuna delle quali esprime una combinazione lineare delle variabili originarie.

Per sviluppare questa analisi ho utilizzato il software statistico R, ed attraverso il suo ausilio ho sviluppato tutte le fasi dell'analisi, ottenendo come output le componenti principali delle variabili analizzate sulla base della maggiore varianza in comune.

Per valutare l'impatto della varianza in comune ho sviluppato lo *scree test*.



Analizzando i risultati ottenuti, ho deciso di prendere in esame solo le prime due componenti in quanto, considerando il metodo della variabilità spiegata, è possibile prendere in considerazione le prime componenti che spiegano almeno il 70% della variabilità.

Successivamente ho considerato il peso di ogni singolo indicatore tra le due componenti considerate.

	Comp.1	Comp.2
ROE	-0,342884015	-0,183457411
INDICE DI LIQUIDITA'	-0,407389553	0,284106387
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	0,250669654	-0,445668001
RAPPORTO DI INDEBITAMENTO	-0,025662668	-0,296059575
INDICE DI INDIPENDENZA FINANZIARIA	-0,018020316	0,542391437
INDICE DI INDEBITAMENTO A BREVE	-0,308695419	-0,339536022
DEBITI FINANZIARI SU FATTURATO	0,41484509	-0,261761708
RICAVI VENDITE	0,451502368	0,115822216
UTILE NETTO	-0,139086805	0,075547327
PATRIMONIO NETTO	0,402562897	0,319751689

Considerando i valori maggiori in valore assoluto per ogni componente, possiamo esaminare le relazioni esistenti tra le variabili esaminate.

La componente 1 può essere considerata come un indicatore di performance economico-finanziaria del settore.

Come si può vedere dalla tabella, il ROE e l'indice di liquidità presentano lo stesso segno, ciò significa che hanno un andamento concorde, quindi al crescere dell'uno cresce anche l'altro, questo perché un indice di liquidità positivo indica che l'azienda sta bene e che vi è equilibrio finanziario nel breve periodo, anche il ROE misura lo stato di salute dell'azienda in quanto indica la convenienza ad investire in essa, più è alto e più è conveniente investire.

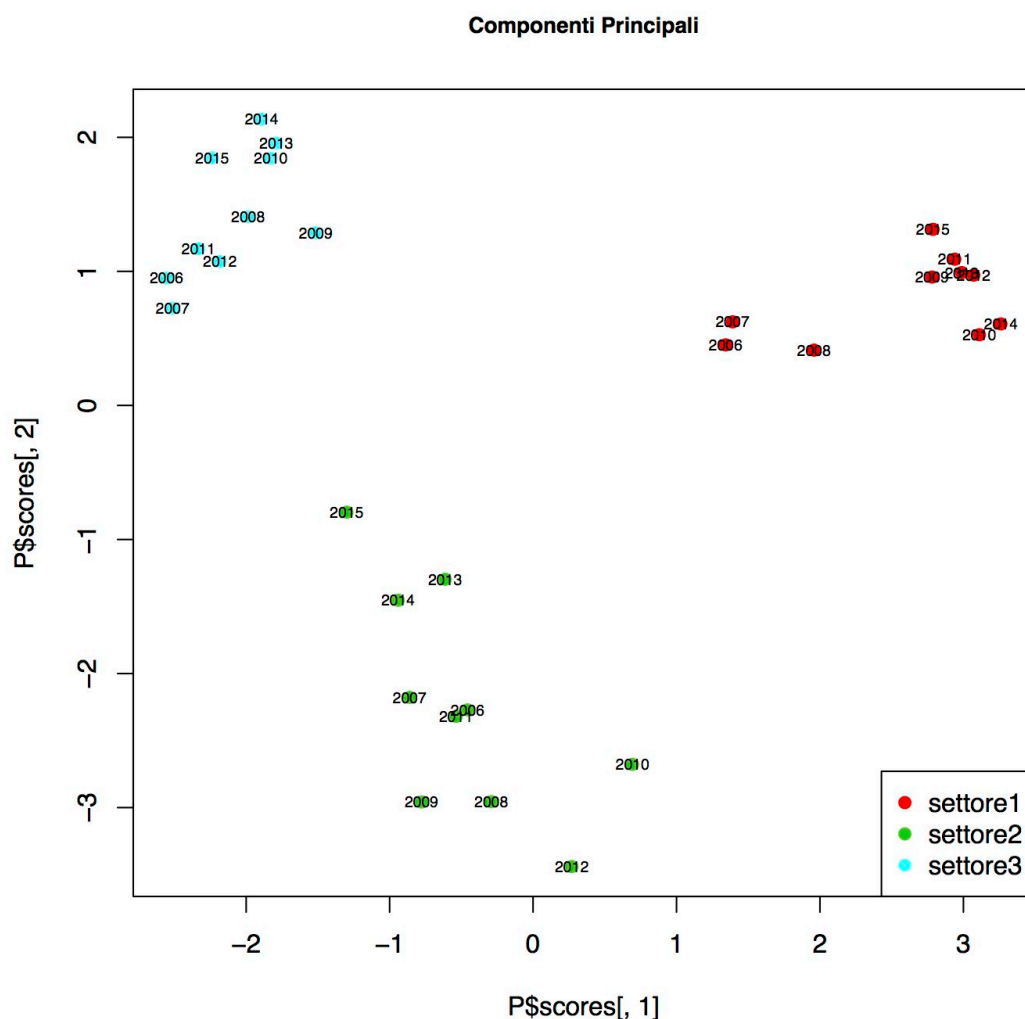
Di segno opposto invece i debiti finanziari su fatturato, i ricavi delle vendite ed il patrimonio netto.

Questi andamenti sono spiegati anche dalla relazione indiretta esistente tra il ROE ed i ricavi della vendite. Il ROE presenta un legame diretto in generale con il ROI (Reddito Operativo/Capitale Investito) e quindi anche con il ROS (Reddito Operativo/Fatturato) che può essere considerato come una delle due componenti dei ROI insieme al tasso di rotazione del capitale investito (Fatturato/Capitale Investito). Da queste relazioni si deduce che esiste un rapporto inverso tra ROE e ricavi delle vendite, quindi al crescere di quest'ultime diminuisce il ROE.

La componente 2 può essere, invece, considerata come un indicatore finanziario di performance del settore. La posizione Finanziaria Netta presenta lo stesso segno dell'indice di indebitamento a breve opposto rispetto all'indice di indipendenza

finanziaria. Anche in questo caso è possibile spiegare le relazioni esistenti tra gli indicatori all'interno della componente analizzata. La posizione finanziaria netta e l'indice di indebitamento a breve si basano sulle attività e passività di natura finanziaria, mentre l'indice di indipendenza finanziaria, che presenta appunto segno opposto rispetto ai precedenti, indica quanta parte dell'attivo patrimoniale è coperta da mezzi propri e quindi non da mezzi finanziari.

Una volta dato un significato teorico alle componenti ottenute, si può passare ad analizzare il comportamento dei dati su un sistema di assi in cui troviamo le due componenti come variabili degli assi principali.



Dall'analisi di questo grafico è possibile comprendere e confrontare in che modo hanno reagito i tre settori analizzati rispetto alla crisi finanziaria nel periodo oggetto di analisi.

Prendiamo in esame il comportamento del primo settore, quello agroalimentare: come si può subito notare, vi è un posizionamento dello spazio comune per gli anni

2006, 2007 e 2008 che denota un comportamento simile in relazione alle due nuove variabili introdotte (componente 1 e componente 2). Negli anni successivi, si nota una crescita rispetto alla componente 1, quindi un peggioramento per quanto riguarda il ROE e l'indice di liquidità ed un miglioramento del dato registrato per il fatturato; nel 2015 inoltre si nota un incremento per quanto riguarda la componente 2, quindi per ciò che riguarda l'indebitamento finanziario.

Passiamo ora ad analizzare il comportamento del settore 2, le costruzioni. In questo caso si nota che per quanto riguarda la componente 1, i movimenti che possono essere presi in considerazione riguardano il 2010, il 2012 ed il 2015. Nel 2010 e nel 2012 sono stati registrati dei valori maggiori rispetto alla componente 1 e ciò indica un peggioramento del ROE e dell'indice di liquidità in coincidenza con un miglioramento del trend del fatturato. Per quanto riguarda il 2015 invece, possiamo notare dei valori della componente 1 minori, ciò indica un miglioramento nel ROE e nell'indice di liquidità ed al contrario un peggioramento del fatturato.

Infine passiamo ad analizzare il comportamento del settore dei servizi. Per quanto concerne il comportamento del settore rispetto alla componente 1, si può notare che solo nel 2009 si può registrare un lieve spostamento verso valori maggiori della componente in esame, per gli altri anni il comportamento può essere considerato tendenzialmente costante con valori fortemente negativi. Passando invece all'analisi della componente 2, possiamo notare che i valori registrati sono tutti fortemente positivi. Ciò determina che al crescere dei valori indicati nei vari anni dalla componente 2, si hanno una posizione finanziaria netta ed un indice di indebitamento a breve minori a dispetto di un indice di indipendenza finanziaria crescente.

4.12 I risultati della ricerca

Considerando l'andamento degli indici finanziari e patrimoniali e l'analisi delle componenti principali commentati precedentemente, è possibile trarre delle valutazioni sui comportamenti adottati dalle imprese per sopravvivere alla crisi congiunturale. Come ampiamente spiegato nei capitoli precedenti, l'obiettivo di questo mio lavoro di ricerca è stato quello di cogliere quali strategie nella gestione e quali variazioni nella struttura finanziaria-patrimoniale siano state adottate per riuscire a rimanere sul mercato. Per fare ciò ho analizzato congiuntamente gli andamenti degli indici sopra descritti ed ho considerato le relazioni di causalità considerate nell'analisi delle componenti principali.

Il primo settore preso in analisi è stato il settore agroalimentare, in generale possiamo affermare che si è avuto un incremento delle vendite tra il 2006 ed il 2008, a cui è corrisposto un miglioramento della redditività del settore ed un basso fabbisogno finanziario. Dal 2008 in poi si è avuto invece un peggioramento per quanto riguarda il ROE e l'indice di liquidità, un aumento del patrimonio netto ed una contenuta diminuzione dei ricavi delle vendite nel 2009 che si sono mantenuti pressochè costanti fino al 2012. Per quel che riguarda l'aspetto finanziario, dal 2007 in poi è emersa un tendenziale aumento al ricorso all'indebitamento bancario per far fronte al fabbisogno finanziario delle imprese, dal 2008 al 2011 vi è stato un ricorso a forme di indebitamento a breve via via decrescente, fino a raggiungere valori pressochè costanti dal 2011 in poi. Quindi con l'intensificarsi degli effetti della crisi il settore ha reagito cercando di modificare la struttura finanziaria preferendo forme di indebitamento a media/lunga scadenza. Si può concludere dicendo che nel settore sono state portate avanti politiche di contenimento dei costi per far fronte alle diminuzioni nelle vendite, il settore in generale risulta ben patrimonializzato ed è stata registrata la tendenza all'immissione di capitale proprio all'interno dell'impresa. In generale si è avuto un aumento nel fabbisogno finanziario coperto inizialmente dall'immissione di capitale proprio da parte dei soci e successivamente anche con il ricorso ai debiti finanziari. Sono state apportate anche variazioni nelle politiche commerciali per aumentare la liquidità interna e diminuire il fabbisogno finanziario a breve termine.

Per quanto riguarda il secondo settore, le costruzioni, possiamo dire che in questo caso non sono stati registrati comportamenti costanti; esso ha infatti duramente risentito degli effetti della crisi. Nel 2010 e nel 2012 si nota un peggioramento del ROE e dell'indice di liquidità e nello stesso periodo è aumentato il ricorso all'indebitamento finanziario. Anche in questo settore il ricorso al capitale proprio è stato costante al fine di assorbire i risultati negativi registrati dall'utile netto in alcuni anni senza intaccare in questo modo il patrimonio netto. Per quanto riguarda il 2015 invece, possiamo notare un miglioramento nel ROE e nell'indice di liquidità ed un aumento del capitale proprio investito all'interno dell'impresa. In generale possiamo affermare che dall'analisi dell'andamento degli indici risulta che sotto il profilo finanziario, il settore presenta una tendenza ad un minore ricorso al capitale proprio per far fronte alla copertura del fabbisogno finanziario, ma negli anni in cui gli effetti della crisi sono stati maggiormente pesanti (2009 – 2012), si è avuta da parte delle

imprese la necessità di ricorrere all'incremento di capitale proprio all'interno della struttura finanziaria.

Infine abbiamo analizzato il comportamento del settore dei servizi. In generale non sono stati registrati dei comportamenti fortemente difformi da un anno ad un altro, il settore non risulta fortemente indebitato e per quanto riguarda l'andamento del ROE solo nel 2011 è stato registrato un forte incremento, per il resto del periodo considerato i valori oscillano entro un range limitato. Tra il 2009 ed il 2013, sono stati registrati dei valori tendenzialmente più bassi dell'indice di liquidità rispetto ai risultati ottenuti nel resto del periodo esaminato. Il ricorso all'indebitamento è rimasto pressochè costante nel periodo, invece si è avuto un maggiore ricorso al capitale proprio. Nel caso di questo settore, si può concludere che è stata registrata una variazione nelle strategie d'impresa che ha portato ad una generale riduzione dei costi all'interno del settore. Tale variazione ha condotto ad un contenimento dei risultati negativi registrati in misura migliore rispetto altri settori analizzati. Vi è stata anche una variazione nella strategia relativa ai tempi di incasso da parte dei clienti e di pagamento dei fornitori dalla quale si è ottenuta una maggiore liquidità nel breve periodo.

4.13 Conclusioni

All'interno di questo capitolo ho sviluppato la parte empirica del lavoro, legata all'analisi grafica e l'analisi multivariata sull'andamento degli indicatori di bilancio e degli indici finanziari scelti.

Da queste analisi sono emersi i comportamenti attuati dalle imprese appartenenti ai diversi settori analizzati in risposta alla crisi per riuscire a rimanere attive nel mercato.

Nello specifico è possibile affermare che il settore agroalimentare nel decennio analizzato si è classificato come il settore in cui si ricorre maggiormente al capitale proprio all'interno dell'impresa ed in generale sono stati registrati i valori più alti di patrimonio netto; vi è equilibrio all'interno del capitale circolante tra attività e passività e quindi nei tempi medi di incasso e di pagamento, nel 2009 è stato registrato un incremento nei tempi di incasso da parte dei clienti che ha portato nel 2010 un incremento nel fabbisogno finanziario coperto principalmente da un incremento nel ricorso al capitale di terzi in misura maggiore rispetto a quanto è stato l'incremento di capitale proprio nello stesso anno.

Per quanto riguarda il settore delle costruzioni possiamo concludere che esso sia stato il settore maggiormente colpito dalla crisi economica. Dal 2007 in poi si è avuta una forte diminuzione del volume delle vendite che si sono mantenute basse per tutto il decennio analizzato. È stato registrato un piccolo trend di ripresa nel 2010 che ha subito un nuovo calo nel 2012. Per quanto riguarda la patrimonializzazione del settore questo risulta in generale più scarsa rispetto agli altri due settori analizzati, ed il ricorso al capitale proprio in questo settore risulta minore, si ha infatti una maggiore tendenza al ricorso al capitale di terzi per far fronte al fabbisogno finanziario interno all'impresa.

Passiamo infine ad analizzare le peculiarità del settore dei servizi. Per questo settore gli effetti della crisi sono stati maggiormente contenuti rispetto agli altri due settori analizzati. Per quanto riguarda le vendite infatti le variazioni registrate nel decennio si sono mantenute entro un range minore, ed anche per quanto riguarda l'utile possiamo affermare che sono stati registrati dei risultati in generale migliori rispetto agli altri settori. Il periodo analizzato si è caratterizzato per un incremento nella patrimonializzazione media del settore, e per un maggiore ricorso al capitale proprio interno alle imprese. Il settore è anche caratterizzato per una mancanza di equilibrio tra attività e passività a breve, le prime risultano infatti fortemente maggiori rispetto

alla seconde, ciò sta ad indicare che vengono concessi dei tempi medi di pagamento ai clienti maggiori rispetto a quelli che si hanno nei confronti dei fornitori, creando un maggior bisogno di risorse finanziarie nel breve periodo; tra il 2009 e il 2013 si è avuta una diminuzione del divario tra questi due elementi, anche se con valori decisamente più alti rispetto a quelli degli altri settori analizzati. All'interno del settore si è registrata la tendenza a far fronte al fabbisogno finanziario attraverso l'utilizzo di risorse proprie piuttosto che utilizzare capitale di terzi.

In generale è possibile affermare che nei diversi settori sono state attuate delle variazioni nelle politiche di organizzazione interna puntando ad una razionalizzazione dei costi ed a variazioni nelle politiche commerciali nei rapporti con i clienti e fornitori, per ottenere una maggiore liquidità nel breve periodo. Per quanto riguarda la copertura del fabbisogno finanziario in generale è stato registrato un maggior ricorso all'utilizzo di capitale proprio come primo mezzo per far fronte in maniera immediata alle esigenze finanziarie delle imprese e solo in una seconda fase è stato registrato il ricorso all'indebitamento finanziario.

Conclusioni

Dallo sviluppo di questo mio lavoro di ricerca si evince il forte impatto che la crisi finanziaria ha avuto sulle imprese italiane e la metamorfosi che le imprese hanno dovuto affrontare per adeguarsi ai cambiamenti avvenuti nel sistema economico. Ho analizzato infatti il comportamento attuato dalle imprese dei settori agricolo, edile e dei servizi durante il periodo 2006/2015, cercando in questo modo di includere le caratteristiche dei settori prima della crisi, gli effetti della crisi e l'iniziale trend di ripresa. Ho deciso di focalizzarmi su questi settori in quanto ritenuti i principali rispetto ai settori economici di appartenenza (primario, secondario e terziario) secondo quanto emerge dai *Rapporti Annuali dell'Istat*. Durante tutta l'analisi ho voluto considerare solo le imprese rimaste attive, partendo dall'assunto che per rimanere tali avevano dovuto attuare delle modifiche interne in modo da adeguarsi al nuovo contesto economico.

Nella prima parte del lavoro infatti ho seguito l'evoluzione storica delle principali teorie sulla struttura finanziaria soffermandomi sulle peculiarità di ognuna e, facendo ciò, ho notato che ognuna di queste teorie parte dalla precedente cercando di integrare alcuni elementi, fornendo ogni volta una semplificazione della realtà che giustifica la teoria sviluppata. Delle valutazioni univoche si hanno solo sugli effetti della tassazione.

Analizzando però alcuni studi empirici sulla struttura finanziaria delle PMI sono emerse le peculiarità che caratterizzano questa particolare tipologia di imprese e come non si possano considerare universalmente applicabili le teorie sviluppate prendendo in considerazione le caratteristiche delle grandi imprese. E' ormai universalmente riconosciuto infatti, che le PMI non possono essere considerate delle grandi imprese in embrione o delle "piccole grandi imprese" poiché presentano delle caratteristiche proprie e delle peculiarità comportamentali. Si è visto che uno dei principali motivi di fragilità delle PMI è l'assenza di una strategia finanziaria di medio-lungo periodo e la forte incidenza degli oneri finanziari. Osservando empiricamente i comportamenti attuati dalle PMI si è compreso che i modelli teorici sviluppati non potevano essere integralmente impiegati bensì necessitano di essere adattati alle esigenze di questa particolare tipologia di imprese.

Le PMI risultano infatti fortemente contraddistinte dalle caratteristiche di chi le guida e dal contesto in cui si sviluppano; il contesto macro-economico del periodo oggetto

di studio (2006/2015) ha influenzato in maniera determinante i comportamenti attuati dalle imprese esaminate.

Ho voluto considerare anche le risposte attuate dalla BCE e dalla FED per interpretare anche alla luce di queste, gli effetti sulle imprese. Analizzando i dati forniti dall'Istat emerge che l'economia italiana è stata caratterizzata da due periodi di recessione economica, il primo iniziato nel 2007, a seguito degli effetti sull'economia reale della crisi finanziaria che ha avuto origine negli Stati Uniti, ed il secondo nel 2010, a causa della crisi del debito sovrano che ha manifestato i suoi effetti anche in questo caso sull'economia reale. Per riuscire a cogliere le conseguenze sulle imprese analizzate, ho scelto alcuni significativi indicatori di bilancio segnaletici dei comportamenti delle imprese e di eventuali cambiamenti nella composizione della struttura finanziaria di queste. Ho preso in esame tutte le informazioni relative all'andamento generale del settore considerato, sulle performance di vendita e di redditività in base alle quali considerare le caratteristiche della composizione della struttura finanziaria, su quale fonte di finanziamento prediligono le imprese e su qual è il rapporto esistente tra le fonti di finanziamento a breve ed a lungo termine. Nello specifico ho considerato: i ricavi delle vendite, l'utile di esercizio, il patrimonio netto, l'indice di liquidità, la posizione finanziaria netta, l'indice di indebitamento, l'indice di indipendenza finanziaria, l'indice di indebitamento a breve, il rapporto debiti finanziari su fatturato ed il ROE. Nell'ultima parte, ho sviluppato la fase empirica del lavoro, legata all'analisi grafica e l'analisi multivariata sull'andamento degli indicatori di bilancio e degli indici finanziari scelti.

Il primo settore preso in analisi è il settore agroalimentare, in generale possiamo affermare che si è avuto un incremento delle vendite tra il 2006 ed il 2008, a cui è corrisposto un miglioramento della redditività del settore ed un basso fabbisogno finanziario; dal 2008 in poi si è avuto un peggioramento per quanto riguarda il ROE e l'indice di liquidità ed un aumento del patrimonio netto a cui è corrisposta una forte diminuzione dei ricavi delle vendite nel 2009 che si sono mantenuti tendenzialmente costanti fino al 2012. Per quanto riguarda l'aspetto finanziario, dal 2007 in poi è emerso un tendenziale aumento al ricorso all'indebitamento bancario per far fronte al fabbisogno finanziario delle imprese, dal 2008 al 2011 vi è stato un ricorso a forme di indebitamento a breve via via in misura minore, fino al raggiungimento di un valore pressochè costante dal 2011 in poi, quindi con l'intensificarsi degli effetti

della crisi il settore ha reagito cercando di modificare la struttura finanziaria preferendo forme di indebitamento a media/lunga scadenza. Si può concludere dicendo che nel settore è aumentato il fabbisogno finanziario e si è cercato di far fronte a tale situazione sia attraverso il ricorso all'indebitamento bancario ma anche tramite l'immissione di capitale proprio all'interno dell'impresa.

Per quanto riguarda il secondo settore, le costruzioni, possiamo dire che in questo caso non sono stati registrati comportamenti costanti, esso ha infatti duramente risentito degli effetti della crisi. Nel 2010 e nel 2012 si nota un peggioramento del ROE e dell'indice di liquidità e nello stesso periodo è aumentato il ricorso all'indebitamento finanziario. Anche in questo settore il ricorso al capitale proprio è stato costante al fine di assorbire i risultati negativi registrati dall'utile netto in alcuni anni senza intaccare in questo modo il patrimonio netto. Per quanto riguarda il 2015 invece, possiamo notare un miglioramento nel ROE e nell'indice di liquidità ed un aumento del capitale proprio investito all'interno dell'impresa.

Infine abbiamo analizzato il comportamento del settore dei servizi. In generale non sono stati registrati dei comportamenti fortemente difformi da un anno ad un altro, il settore non risulta fortemente indebitato e per quanto riguarda l'andamento del ROE solo nel 2011 è stato registrato un forte incremento, per il resto del periodo considerato i valori oscillano entro un range limitato. Tra il 2009 ed il 2013, sono stati registrati dei valori tendenzialmente più bassi dell'indice di liquidità rispetto ai risultati ottenuti nel resto del periodo esaminato. Il ricorso all'indebitamento è rimasto pressoché costante nel periodo, invece si è avuto un aumentato ricorso al capitale proprio.

In generale è possibile affermare che nei diversi settori sono state attuate delle variazioni nelle politiche di organizzazione interna che hanno ad una razionalizzazione dei costi ed a variazioni nelle politiche commerciali nei rapporti con i clienti e fornitori, per ottenere una maggiore liquidità nel breve periodo. Per quanto riguarda la copertura del fabbisogno finanziario in generale è stato registrato un maggior ricorso all'utilizzo di capitale proprio come primo mezzo per far fronte in maniera immediata alle esigenze finanziarie delle imprese e solo in una seconda fase è stato registrato il ricorso all'indebitamento finanziario.

Da tutte queste informazioni posso concludere che in generale la crisi finanziaria ha avuto degli effetti molto forti sulle imprese, che anche nei casi in cui non hanno avuto delle forti ripercussioni sulle vendite (come nel caso del settore

agroalimentare) hanno comunque peggiorato le performance legate alla remunerazione del capitale investito. Sotto il punto di vista finanziario, è aumentato il fabbisogno interno ed in tutti i settori si è notata una modifica nella struttura finanziaria con l'orientamento verso forme di indebitamento a media/lunga scadenza, inoltre è aumentata l'immissione di capitale proprio all'interno dell'impresa. Nel caso del settore agroalimentare ed in quello edile, il fabbisogno finanziario è stato coperto anche da un incremento dei debiti bancari che invece nel settore dei servizi è rimasto tendenzialmente costante.

Bibliografia

Akerlof G.A., Shiller R.J., *Animal Spirits: how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*, Princeton University Press, 2009, pages 264;

Alexander M Mood, Franklin A. Graybill e Duane C. Boes – Introduction to the Theory of Statistics, Third Edition, McGraw-Hill, New York, 1974

Allen F., Gale D., *Understanding financial crises*, Clarendon lectures in finance, Oxford University Press Inc., New York, 2007;

Altman E.I., *A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy cost question*, The journal of finance, Sep. 1984;

Banca Centrale Europea, *La politica monetaria della BCE*, Roma 2005;

Banca Centrale Europea, *Le operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema durante la recente fase di volatilità dei mercati finanziari*, nel Bollettino Mensile della BCE, maggio 2008;

Banca Centrale Europea, *Decisione del consiglio direttivo sul graduale rientro di alcune misure non convenzionali*, nel Bollettino mensile della BCE, dicembre 2009;

Banca Centrale Europea, *La risposta della BCE alla crisi finanziaria*, nel Bollettino mensile della BCE, ottobre 2010;

Banca Centrale Europea, *L'attuazione della politica monetaria nell'area euro, caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*, Gazzetta ufficiale dell'unione europea, 2011;

Banca Centrale Europea, *L'impatto della prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a tre anni*, nel Bollettino Mensile della BCE, gennaio 2012;

Banca Centrale Europea, *L'impatto delle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre anni*, nel Bollettino Mensile della BCE, marzo 2012;

Banca Centrale Europea, *Bollettino Mensile della BCE*, maggio 2008;

Banca Centrale Europea, *Bollettino Mensile della BCE*, giugno 2009;

Banca Centrale Europea, *Bollettino Mensile della BCE*, dicembre 2009;

Banca Centrale Europea, *Bollettino Mensile della BCE*, ottobre 2010;

Banca Centrale Europea, *Bollettino Mensile della BCE*, dicembre 2011;

Banca Centrale Europea, *Bollettino Mensile della BCE*, gennaio 2012;

Banca Centrale Europea, *Bollettino Mensile della BCE*, marzo 2012;

Banca Centrale Europea, *Bollettino Mensile della BCE*, ottobre 2012;

Banca Centrale Europea, *Bollettino Mensile della BCE*, dicembre 2012;

Banca d'Italia, *Relazione Annuale anno 2011*, Roma, 2012;

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2012;

Banca d'Italia, *Strumenti di politica monetaria dell'Eurosistema - guida per gli operatori*, 2012;

Bank for International Settlements, 79th Annual Report 2008/2009; 29 giugno 2009;

Barro R. J., *"Determinant of economic growth"*, MIT PRESS, 1997;

Beckmann M., Krelle W., *Financial Structure in Small Business*, Springer - Verlag;

Beda R., *Nasce la vigilanza unica europea*, Sole24ore, 14 dicembre 2012;

Berger Allen N., Udell Gregory F., *The Economics of Small Business finance: the Roles of Private Equity and Debt markets in the financial growth cycle*, Journal of Banking and Finance, vol. 22, 1998;

Blanchard O., *Scoprire la macroeconomia*, il Mulino, Bologna, 2009;

Bonollo G., Bonollo M., *"Statistica aziendale – Metodi e applicazioni"*, McGraw-Hill, Milano 2005;

Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S., *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, 2007;

Brunnermeier M.K., Pedersen Lasse Heje, *Market liquidity and funding liquidity*, Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for financial Studies, February 2007, vol. 22, pp. 2201-2238;

Buiter Willen H., *Housing wealth isn't wealth*, Kiel Institute for the world Economy, 2008, vol.4, pp. 1-29;

Busetti F., Cova P., *Questioni di Economia e Finanza – L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano: un'analisi controfattuale per l'economia italiana*,

Banca d'Italia, 2013;

Caruso, Annalisa (2007) *Il finanziamento a titolo di capitale di debito e il rapporto banca impresa: un'indagine sulle micro e piccole-medie imprese italiane*, [Dissertation thesis], Alma Mater Studiorum Università di Bologna. Dottorato di ricerca in Mercati e intermediari finanziari, 19 Ciclo;

Coda V., Brunetti G., Bergamin Barbato M., *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, Etas, 1980;

Consiglio Direttivo BCE, *Decisioni di politica monetaria*, 3 luglio 2008;

Consiglio Direttivo BCE, *Measures designed to address elevated pressures in the shortterm us dollar funding markets*, 29 settembre 2008;

Consiglio Direttivo BCE, *Decisioni di politica monetaria*, 8 ottobre 2008;

Consiglio Direttivo BCE, *Longer-term refinancing operations*, 7 maggio 2009;

Consiglio Direttivo BCE, *Purchase programme for covered bonds*, 4 giugno 2009;

Consiglio Direttivo BCE, *ECB announces details of refinancing operations up to 7 April 2010*, 3 dicembre 2009;

Consiglio Direttivo BCE, *ECB and other central banks decide to discontinue the temporary swap lines with the Federal Reserve*, 27 gennaio 2010;

Consiglio Direttivo BCE, *ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets*, 10 maggio 2010;

Consiglio Direttivo BCE, *ECB announces details of refinancing operations with settlement in the period from 12 October 2011 to 17 January 2012*, 4 agosto 2011;

Consiglio Direttivo BCE, *ECB announces new covered bond purchase programme*, 6 ottobre 2011;

Consiglio Direttivo BCE, *ECB announces measures to support bank lending and money market activity*, 8 dicembre 2011;

Consiglio Direttivo BCE, *Decisioni di politica monetaria*, 7 luglio 2012;

Consiglio Direttivo BCE, *Technical features of Outright Monetary Transactions*, 6 settembre 2012;

De Grauwe P., *Economia dell'unione monetaria*, il Mulino, 2010;

Deaglio M., *Fili d'erba, fili di ripresa*, Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, Guerrini e Associati;

De Laurentis G., *Il credito alle imprese dopo la crisi*, Collana Banca e mercati, Bancaria Editrice, 2011;

Dixon John R. - *A programmed introduction to probability* – Wiley, New York, 1964;

Di Franco G., Marradi A., “*Analisi fattoriale e analisi in componenti principali*”, Bonanno, Roma 2003;

Di Franco G., “*Tecniche e modelli di analisi multivariata*”, Franco Angeli, Milano 2011;

Di Giorgio G., *Economia e politica monetaria*, Cedam, Padova, 2013. Dean J., *Managerial Economics* Pp. xiv, 621 New York: Prentice-Hall, Inc., 1951;

Di Majo A., Paziienza M.G., Triberti B., *Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano*, Le banche popolari nel localismo dell'economia italiana, 2005, pp.367-406;

Domenichelli O., *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: profili teorici ed empirici*, G. Giappichelli editore - 2013;

Fabrizi A., *Implicazioni della pecking order theory sul comportamento finanziario delle imprese italiane*, Banca commerciale italiana, 1999;

Forestieri G., Mottura P., *Il sistema finanziario*, Egea, Milano, 2009;

Freund R. J., Wilson W. J., “*Metodi Statistici*”, Piccin, Padova 2001;

Gerdesmeier D., *La stabilità dei prezzi: perché è importante per te*, 2011; Banca Centrale Europea, Eurosistema;

Gibson B., *A cluster analysis approach to financial structure in small firms in the United States*, in Department of Accounting and Finance, University of Newcastle, Australia, working paper, 2002, pp. 1-22;

Giudici P., “*Data Mining - metodi statistici per le applicazioni aziendali*”, McGraw-Hill, Milano 2001;

Graham B., Dodd D.L., *Security Analysis*, The Maple Press Company, 1951;

Gregory B. T., Rutherford M. W., Oswald S. e Gardiner L., *An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing*, Journal of small business management, 2005, pp. 382-392;

Guiso L., *Small business finance in Italy*, BBpaper, 2003, vol. 8, n.2;

Guthmann H.G., Dougall H.E., *Corporate Financial Policy*, Prentice – Hall, 1955;

Hall Graham C., Hutchinsan Patrick J., Michaelas N., *Determinants of the capital structures of European SMEs*, Journal of Business Finance e Accounting, vol. 31, issue 5-6, June 2004, pp. 711-728;

Hanspeter K. Scheller, *La banca centrale europea – storia, ruolo e funzioni*, 2006;

Hart O., *Firms contracts and financial structure*, Clarendon lectures in economics;

Hubbard R.G., *Money, the Financial System, and the Economy*, Addison Wesley;

Istat, *Rapporto Annuale 2008 – La situazione del Paese*, 2008;

Istat, *Rapporto Annuale 2009 – La situazione del Paese*, 2009;

Istat, *Rapporto Annuale 2010 – La situazione del Paese*, 2010;

Istat, *Rapporto Annuale 2011 – La situazione del Paese*, 2011;

Istat, *Rapporto Annuale 2012 – La situazione del Paese*, 2012;

Istat, *Rapporto Annuale 2013 – La situazione del Paese*, 2013;

Istat, *Rapporto Annuale 2014 – La situazione del Paese*, 2014;

Istat, *Rapporto Annuale 2015 – La situazione del Paese*, 2015;

Istat, *Rapporto Annuale 2016 – La situazione del Paese*, 2016;

Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of financial economics, October 1976, V3, No 4, pp 305-360;

Kindlebergs C.P., Aliber R.Z., *Manias, panics, and crashes. A history of financial crises*, Wiley, John Wiley e Sons. Inc., New Jersey, 1978;

La Rocca M., Monforte D., *La struttura finanziaria delle PMI calabresi*, in Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane. Evidenze empiriche, curato da Venanzi D., 2003, Edizioni Marlacchi, Perugia;

- Leland H.E., Pyle D.H., *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, The journal of finance, vol. 32, No 2, Papers and proceedings of the thirty-fifth annual meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, May 1977, pp. 371-387;
- Loddo S., *Banca centrale, vigilanza e efficienza del mercato del credito*, Giuffrè, Milano, 2007;
- Lopez-Gracia J., Aybar-Arias J., Small C., *Small Business Economics*, February 2000, vol. 14, issue 1, pp. 55-63;
- Lopez-Gracia J., Sogorb-Mira F., *Testing trade-off and pecking order theories financing SMEs*, Small Business Economics, 2008, vol. 31, issue 2, pages 117-136;
- Magnus J.R., Neudecker H., *Matrix Differential Calculus with Applications in Statistics and Economics*, 2nd edn. Wiley, New York 2001;
- Maino R., Masera R., *Impresa, finanza, mercato – La gestione integrata del rischio*, Egea, 2005;
- Malinconico A., *Il credit risk management del portafoglio prestiti. Da Basilea 1 a basilea 3*, Franco Angeli, 2012;
- Mardia K.V., Kent J.T., Bibby J.M., *Multivariate Analysis*, 1st edn. Academic Press, London 1979;
- Marseguerra G., *Corporate Financial Decisions and Market Value*, Physical - Verlag;
- Masera R. (a cura di), *The Great Financial Crisis*, Bancaria Editrice, Roma, 2009;
- Mayers S.C., Majluf N.S., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, North-Holland, 1984;
- Michaelas N., Chittenden F., Poutziouris P., *Financial policy and capital Structure Choice in UK SMEs: empirical from Company Panel Data*, Small Business Economics, vol. 12, issue 2, 1999, pp. 113-130;
- Modigliani F., Miller M.H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, «The American economic review», June 1958;

Modigliani F., Miller M.H., *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, «The journal of business», October 1961;

Modigliani F., Miller M.H., *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, «The American economic review», June 1963;

Modigliani F., Miller M.H., *MM—past, present, future*, «The journal of economic perspectives», Autumn 1988;

Monferrà S., *Il rapporto banca-impresa in Italia*, Bancaria Editrice, 2007;

Monteforte D., *Teorie e tecniche della valutazione d'azienda: una ricostruzione in chiave evolutiva*, Morlacchi Editore, 2004;

Mood A.M., Graybill F.A., Boes D.C., *“Introduzione alla statistica”*, McGraw-Hill, Milano 1992;

Onado M., *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Il Mulino, 2016;

Pittaluga G., *Economia monetaria. Moneta, istituzioni, stabilità*, Hoepli, Milano, 2013;

Rajan Raghuram G., *Has financial development made the world riskier?*, Proceeding – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Aug. 2005, pp. 313-369;

Rapporto CERVED 2014;

Rapporto CERVED 2015;

Rapporto CERVED 2016;

Reinhart C.M., Rogoff K.S., *This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises*, Annual of Economics and Finance, Society for AEF, 2008, vol. 15 (2), pages 1065-1188;

Ross S.A., *The determination of financial structure: the incentive-signalling approach*, The bell Journal of Economics, vol. 8, No 1, Spring 1977, pp. 23-40;

Roubini N., Mihov S., *La crisi non è finita*, Feltrinelli, Milano, 2010;

R Development Core Team (2006) R: *A language and environment for statistical computing*. URL <http://www.R-project.org>, ISBN 3-900051-07-0

Shin H. S., *Risk and Liquidity*, Oxford University Press, Oxford, 2010;

- Shyam-Sunder L., Myers S.C., *Testing static trade-off against pecking order models of capital structure*, Journal of Financial Economics, 1999, vol. 51, pp. 219-244;
- Taylor J.B., *Macroeconomic Lessons from the Great deviation*, Stanford University and NBER by the national Bureau of Economic Research, 2011, pp. 387-395;
- Tutino F., Birindelli G., Ferretti P., *Basilea 3*, Egea, Milano, 2011;
- Tutino F., *La banca. Economia, finanza, gestione*, Il Mulino, 2015;
- Venanzi D., *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson Prentice Hall, 2010;
- Venanzi D., *Specificità finanziarie delle medie imprese italiane: un'analisi del campione Mediobanca – Unioncamere*, in *Argomenti*, 2005, pp. 79-105;
- Warner J.B., *Bankruptcy Costs: some evidence*, The journal of finance, volume 32, Issue 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, May 1977.
- Wayne W. Daniel – *BIOSTATISTICA*, EdiSes 2007