

The Series publishes research concerning two wide and interwoven fields: Theories of Firm and Organizations, Company Strategy, Corporate Governance, Business Ethics, Corporate Social Responsibility; Financial Accounting, Managerial Accounting, Social Reporting, Company Valuation, Internal and External Auditing, Financial Statement Analysis, Fundamental Analysis and Security Valuation, Accounting History, Corporate Disclosure and Communication to Financial Market.

The Series is open to contributions based on: different methodologies and methods; theoretical, empirical or experimental research; positive, interpretive, and critical approaches. Nevertheless, only rigorous, original, contributive and clear pieces of research that will make a contribution to the above mentioned fields of study will be published. Purely normative or descriptive works will not be accepted as well as inappropriate subject matter.

The Editor in Chief, the Co-Editors and the Editorial Board will insure that the Editorial Policy will be respected. They make a first appraisal of the publication proposals, considering their coherence with the aims and scope of the Series. The Editor in Chief and the Co-Editors, assisted by the Editorial Board, choose the reviewers, and guarantee a transparent and correct application of a double blind review process.

The members of the Scientific Committee, and other valuable scholars, contribute as reviewers, on the basis of their specific competency. Each member of the Scientific Committee can also select and address publication proposals to the Editor. In this case, the member cannot be involved in the reviewing process.

Our Series also hosts collected volumes. In this case, if the volume has a responsible editor and contains many chapters concerning different topics, a single blind review process is applied.

*This Series is supervised by AIDEA  
Collana accreditata AIDEA*



*Editor in Chief*

Francesco Giunta (Florence University)

*Co-Editors*

Luciano Marchi (Pisa University)

Lucio Potito (Federico II Naples University)

*Editorial Board*

Marco Allegrini (Pisa University)

Alessandro Lai (Verona University)

Roberto Maglio (Federico II Naples University)

Michele Pisani (L'Aquila University)

Ugo Sostero (Venice University)

*Italian Scientific Committee*

Paolo Andrei (Parma University)  
Luca Anselmi (Pisa University)  
Elio Borgonovi (Bocconi Milan University)  
Fabrizio Cerbioni (Padua University)  
Lino Cinquini (Scuola Superiore Sant'Anna, Pisa)  
Paolo Collini (Trento University)  
Stefano Coronella (Parthenope Naples University)  
Luciano D'Amico (Teramo University)  
Vittorio Dell'Atti (Bari University)  
Antonio Del Pozzo (Messina University)  
Enrico Laghi (La Sapienza Rome University)  
Giovanni Liberatore (Florence University)  
Riccardo Macchioni (Federico II Naples University)  
Stefano Marasca (Marche University)  
Antonio Matacena (Bologna University)  
Pietro Mazzola (IULM Milan University)  
Luciano Olivotto (Venice University)  
Antonella Paolini (Macerata University)  
Giuseppe Paolone (Pescara University)  
Angelo Riccaboni (Siena University)  
Stefano Pozzoli (Parthenope Naples University)  
Alberto Quagli (Genoa University)  
Paolo Tartaglia Polcini (Salerno University)  
Claudio Teodori (Brescia University)  
Riccardo Viganò (Federico II Naples University)  
Stefano Zambon (Ferrara University)

*International Scientific Committee*

David Alexander (The Birmingham Business School, UK)  
Bruce Behn (University of Tennessee, Usa)  
Garry Carnegie (RMIT University, Australia)  
Pablo Fernandez (IESE Business School, University of Navarra)  
Günther Gebhardt (Johann Wolfgang Goethe Universität, Frankfurt am Main)  
Richard Slack (Northumbria University, Newcastle, UK)  
Maria Shtefan (Higher School of Economics, Nizhny Novgorod, Russia)

**Elisa Giacosa**

**Fabbisogno finanziario  
e indebitamento  
nelle piccole  
e medie imprese**

**FrancoAngeli**

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Copyright © 2015 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

Ristampa	Anno
0 1 2 3 4 5 6 7 8 9	2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Sono vietate e sanzionate (se non espressamente autorizzate) la riproduzione in ogni modo e forma (comprese le fotocopie, la scansione, la memorizzazione elettronica) e la comunicazione (ivi inclusi a titolo esemplificativo ma non esaustivo: la distribuzione, l'adattamento, la traduzione e la rielaborazione, anche a mezzo di canali digitali interattivi e con qualsiasi modalità attualmente nota od in futuro sviluppata).

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633. Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale, possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali ([www.clearedi.org](http://www.clearedi.org); e-mail [autorizzazioni@clearedi.org](mailto:autorizzazioni@clearedi.org)).

Stampa: Digital Print Service srl - sede legale: via dell'Annunciata 27, 20121 Milano;  
sedi operative: via Torricelli 9, 20090 Segrate (MI) e via Merano 18, 20127 Milano.

ISBN: 9788891714558

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

*A zio Giulio,  
grande ispirazione in ogni mio scritto*

FrancoAngeli

ISBN: 9788891714558

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

FrancoAngeli

ISBN: 9788891714558

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## INDICE

**Inquadramento del lavoro e considerazioni introduttive** pag. 9

### **PARTE PRIMA IL SISTEMA AZIENDA NELLE SUE PROSPETTIVE DI CRESCITA E DI FINANZIAMENTO**

<b>1. Il sistema azienda. L'impatto dei sub-ambienti sulle necessità finanziarie dell'azienda</b>	»	15
1.1. L'azienda intesa come un sistema	»	15
1.2. Le caratteristiche del sistema azienda come variabili di influenza dei bisogni finanziari	»	23
1.3. Le specificità delle piccole e medie imprese nella manifestazione dei bisogni finanziari: analisi della letteratura	»	31
<b>2. La crescita e il fabbisogno di risorse finanziarie del sistema azienda</b>	»	43
2.1. Il fenomeno della crescita aziendale come stimolo al fabbisogno di risorse finanziarie	»	43
2.2. Le sfere di azione del percorso di crescita aziendale come stimolo alla dotazione finanziaria e viceversa	»	47
2.3. La crescita e lo sviluppo aziendale come impulso alla dotazione finanziaria e viceversa	»	52
<b>3. Il fabbisogno finanziario dell'impresa e il suo soddisfacimento</b>	»	56
3.1. Il fattore capitale quale elemento di risposta al fabbisogno finanziario	»	56
3.2. Il fabbisogno finanziario del sistema azienda	»	62

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

3.2.1. Il fabbisogno finanziario in ottica quantitativa e le sue variabili di influenza	pag.	65
3.2.2. Il fabbisogno finanziario in ottica qualitativa	»	72
3.2.3. Un approccio per l'appagamento del fabbisogno finanziario con i mezzi di terzi	»	79
<b>4. L'articolazione del binomio fonti-impieghi</b>	»	90
4.1. La struttura finanziaria	»	90
4.2. La struttura finanziaria secondo un'ottica statica	»	94
4.2.1. L'analisi di bilancio come strumento di analisi della struttura finanziaria dell'azienda	»	102
4.2.2. Gli indicatori per l'analisi della struttura finanziaria	»	111
4.2.3. Gli indicatori di situazione finanziaria funzionali alla struttura finanziaria	»	115
4.3. La struttura finanziaria secondo un'ottica dinamica	»	121
<b>PARTE SECONDA</b>		
<b>UN'EVIDENZA EMPIRICA</b>		
<b>5. L'indagine empirica</b>	»	127
5.1. Inquadramento dell'indagine	»	127
5.2. Il campione della ricerca	»	128
5.3. Il metodo della ricerca	»	131
5.3.1. Individuazione delle variabili di osservazione	»	132
5.3.2. Creazione del modello di analisi	»	136
5.4. L'applicazione del modello sull'intero campione	»	146
5.5. L'applicazione del modello al settore manifattura	»	161
<b>6. L'indagine empirica su altri settori</b>	»	176
6.1. Settore Logistica e trasporti	»	176
6.2. Settore ICT	»	190
6.3. Settore Servizi alle imprese	»	203
6.4. Settore Immobiliare	»	216
6.5. Settore Alloggi e ristorazione	»	223
6.6. Settore Attività professionali e scientifiche	»	236
6.7. Discussione dei risultati e proposta del "modello definitivo"	»	248
<b>Conclusioni</b>	»	256
<b>Bibliografia</b>	»	261



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## INQUADRAMENTO DEL LAVORO E CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

Le piccole e medie imprese rappresentano un fenomeno di elevato interesse per gli studiosi in Economia Aziendale, data la rilevanza delle stesse nel tessuto economico italiano e di altri Paesi.

Tale ambito di indagine è caratterizzato sia da un certo grado di sottocapitalizzazione delle piccole e medie imprese, sia dall'attuale tendenza del sistema bancario a ridurre la disponibilità nei confronti della clientela. Emerge, quindi, la necessità di uno strumento che giudichi l'influenza di una serie di variabili economico-aziendali (tra loro interdipendenti e tipiche del sistema azienda) sul grado di indebitamento delle piccole e medie imprese.

L'obiettivo del lavoro è quello di definire un modello generale di riferimento che evidenzi l'impatto di alcune variabili economico-aziendali tra loro interdipendenti sul peso dei mezzi di terzi.

L'approccio metodologico seguito è stato articolato nelle seguenti fasi successive.

La prima fase del lavoro ha natura teorica. In essa, l'oggetto della ricerca è stato identificato, in primo luogo, attraverso l'analisi della letteratura, al fine di delineare i seguenti aspetti di osservazione:

- il sistema azienda: condividendo la teoria sistemica, alcune preliminari considerazioni sulle caratteristiche del sistema azienda hanno permesso di contestualizzare i concetti di fabbisogno finanziario e di struttura finanziaria dell'azienda, che rappresentano una successiva e predominante tematica di osservazione. Inoltre, l'analisi della letteratura con riferimento alla politica di finanziamento delle piccole e medie imprese è stata utile per comprendere, in chiave teorica ed empirica, le principali tendenze di studio con riferimento all'oggetto osservato;
- il fenomeno della crescita aziendale: questo fenomeno è stato contestualizzato alle piccole e medie imprese, osservandone l'impatto sul-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- la necessaria dotazione di risorse finanziarie, e viceversa;
- il fabbisogno finanziario delle piccole e medie imprese: il fabbisogno finanziario è stato analizzato secondo un'ottica qualitativa e quantitativa. Successivamente, sono state individuate alcune variabili, tra loro interdipendenti, che influenzano il suddetto fabbisogno;
- l'analisi del binomio fonti-impieghi: essa ha permesso di relazionare le scelte di investimento con quelle di finanziamento. In un'ottica più ampia, è stata analizzata la struttura finanziaria aziendale (che articola il binomio "fonti-impieghi") e gli indicatori ad essa collegati, con particolare riferimento alle fonti di finanziamento. Come ultimo, la trattazione di alcuni indicatori di situazione finanziaria ha permesso di completare l'analisi di struttura finanziaria, creando un quadro organico di indicatori riguardanti il sistema azienda.

L'obiettivo di fondo della prima fase della ricerca è stato quello di individuare alcuni spunti di riflessione utili per la seconda fase della ricerca, nella quale verrà creata una "bozza teorica" del modello generale di riferimento proposto.

La seconda fase della ricerca ha natura empirica. In primo luogo, è stata elaborata una "bozza teorica" del suddetto modello generale di riferimento, che è stata illustrata sotto il profilo metodologico. La bozza teorica del modello impiega alcuni indicatori e variabili illustrati, sotto il profilo teorico, nella prima parte del lavoro.

La suddetta bozza teorica del modello è stata successivamente applicata sia all'intero campione, sia ai singoli settori economici. Essa è stata poi adeguata alle risultanze di tale applicazione: ciò ha permesso di elaborare un "modello definitivo" che evidenzia l'impatto di una serie di variabili economico-aziendali tipiche del sistema azienda sul peso dei mezzi di terzi.

La fase finale della ricerca ha permesso la formulazione delle conclusioni, delle implicazioni teoriche e pratiche, nonché delle limitazioni della stessa.

L'approccio metodologico utilizzato è ispirato alla *Grounded Theory*<sup>1</sup>, secondo la quale l'osservazione e la teorizzazione sono avvinte da circolarità, ossia rappresentano dei momenti gestiti in contemporanea. La formalizzazione della teoria deriva dall'analisi emersa nei diversi momenti dell'indagine empirica, influenzando la successiva raccolta dei dati. Tali dati raccolti sono stati oggetto di un processo di destrutturazione, confronto ed analisi. I risulta-

<sup>1</sup> P. Corbetta (2005), *La ricerca sociale: metodologia e tecniche – III. Le tecniche qualitative*, il Mulino, Bologna; B. Glaser, A. Strauss (1967), *The discovery of Grounded Theory*, Aldine Publishing Company, Chicago.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

ti conseguiti hanno permesso la costruzione di un modello generale, che ha rappresentato l'obiettivo della parte empirica della ricerca.

Il lavoro è articolato in due parti, ognuna composta da alcuni capitoli.

La prima parte ha natura teorica. Nel primo capitolo sono state delineate le caratteristiche del sistema azienda: ciò ha permesso di contestualizzare i concetti del fabbisogno finanziario e della struttura finanziaria dell'azienda, successivamente indagati. Inoltre, sono state analizzate le specificità delle piccole e medie imprese nella manifestazione dei bisogni finanziari, effettuando un'analisi della letteratura.

Nel secondo capitolo, è stata analizzata la tendenza a crescere di una piccola e media impresa. In particolare, è stato definito il fenomeno della crescita aziendale, dando enfasi al fabbisogno di risorse finanziarie da esso generato. Di converso, è stata osservata la relazione esistente tra la dotazione di risorse finanziarie dell'azienda e le opportunità di crescita.

Il terzo capitolo è stato focalizzato sul fabbisogno finanziario generato dalla crescita aziendale, il quale può influenzare il ricorso ai mezzi di terzi. Le determinanti che influenzano il fabbisogno finanziario sono state osservate nell'ambito di un quadro organico di variabili, da contestualizzare al sistema azienda. Come ultimo, è stato definito un approccio di appagamento del suddetto fabbisogno finanziario in una piccola e media impresa, in relazione alle differenti tipologie di fonti di finanziamento.

Il quarto capitolo ha esaminato il binomio fonti-impieghi, collegato al manifestarsi del fabbisogno finanziario dell'azienda: ciò ha permesso di relazionare le scelte di investimento con quelle di finanziamento. La variabile rappresentata dalla struttura finanziaria aziendale (che articola il binomio "fonti-impieghi") è stata successivamente collegata ad alcuni aspetti di situazione finanziaria, favorendo la creazione di un quadro organico di indicatori.

La seconda parte è di natura empirica. Essa è volta a definire un modello generale che permette di evidenziare l'impatto di alcune variabili economico-aziendali tra loro interdipendenti (individuata nella parte teorica) sul peso dei mezzi di terzi.

In particolare, il quinto capitolo ha illustrato la metodologia di ricerca impiegata nell'indagine empirica e la bozza teorica del modello proposto. Tale bozza teorica è stata applicata sia all'intero campione, sia al settore manifatturiero (che costituisce quello maggiormente rappresentativo del campione, sia per popolazione, sia perché rispecchia il tessuto economico italiano).

Nel sesto capitolo, il modello è stato testato in altri settori economici, al fine di verificare la sua efficacia anche per campioni caratterizzati da una popolazione più ridotta. Nella discussione dei risultati, si è giunti a delinea-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

re un “modello definitivo” di riferimento, partendo dalla bozza teorica del modello precedentemente elaborata e adeguandone il contenuto informativo in relazione alle risultanze dell'indagine.

La parte finale è stata dedicata alle conclusioni, alle implicazioni teoriche e pratiche, nonché alle limitazioni della ricerca.

FrancoAngeli

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## PARTE PRIMA

# IL SISTEMA AZIENDA NELLE SUE PROSPETTIVE DI CRESCITA E DI FINANZIAMENTO

FrancoAngeli

ISBN: 9788891714558

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

FrancoAngeli

ISBN: 9788891714558

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

# 1. IL SISTEMA AZIENDA. L'IMPATTO DEI SUB-AMBIENTI SULLE NECESSITÀ FINANZIARIE DELL'AZIENDA

## 1.1. L'azienda intesa come un sistema

L'analisi del concetto di "azienda" è volta a contestualizzare alcuni aspetti che saranno sviluppati nel terzo e quarto capitolo, relativi al fabbisogno finanziario ed alla struttura finanziaria dell'azienda.

Seppur nel presente lavoro si sposi la teoria sistemica per aderenza al Maestro della Scuola alla quale l'autore appartiene, è opportuno ricalcare i principali elementi salienti di altre teorie economico-aziendali, rimandando alla letteratura corrispondente per una disamina più approfondita. Nell'ambito delle suddette teorie economico-aziendali, si è scelto di delineare la teoria contrattualistica, la teoria sistemica e la teoria organicistica, sia perché esse sono ampiamente riconosciute e diffuse nella letteratura, sia perché esse sono accomunate dal medesimo settore scientifico di derivazione.

La teoria contrattualistica si esprime inizialmente nel pensiero del Cerboni e, successivamente, del Besta, diffondendosi tra la fine del diciannovesimo secolo e l'inizio del ventesimo. Secondo il Cerboni, l'azienda viene intesa nei suoi connotati giuridici come un fenomeno che non possiede caratterizzazioni proprie; al contrario, l'azienda presenta quelle caratteristiche che le vengono trasmesse dall'individuo o gruppi di individui direttamente o indirettamente collegati all'assetto proprietario. A sua volta, l'uomo è incardinato nell'azienda, vive nell'azienda e, allo stesso tempo, vive per l'azienda; in essa, egli spende la maggior parte della sua energia vitale e la sua fortuna deriva da una buona conduzione della stessa<sup>1</sup>. Nell'azienda si configurano, da un lato, la sostanza amministrata riferibile al suo proprietario e, dall'altro, l'azione amministrativa posta in essere dall'amministratore,

<sup>1</sup> G. Cerboni (1886), *La Ragioneria scientifica*, vol. I, Ermanno Loescher & C., Roma, pp. 170 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

dagli agenti e da altri soggetti<sup>2</sup>. Dal momento che l'azione amministrativa viene osservata in un'ottica economico-finanziaria e in funzione degli intenti della proprietà, l'obiettivo dell'attività amministrativa è rappresentato dall'accrescimento della sostanza amministrata a favore del proprietario.

Il Besta si colloca nell'ambito dei discepoli del Cerboni. Egli rimarca i connotati giuridici dell'azienda: essa viene definita come «la somma di fenomeni, o negozi, o rapporti da amministrare» incentrati su un ammontare di capitali da considerarsi a se stante, oppure su una persona o una famiglia o una comunità di persone, o una classe distinta di quei fenomeni, negozi o rapporti. In questa definizione, viene ripresa la logica della sostanza amministrata del Cerboni, ma il capitale viene inteso dal Besta in modo indipendente rispetto alla proprietà dell'azienda. In tal senso, il patrimonio aziendale costituisce ricchezza propria dell'azienda: pertanto, esso deve essere impiegato per finalità produttive aziendali e fatto convergere nella produzione di ulteriore ricchezza. Ne consegue che l'azienda costituisce un ente indipendente rispetto all'individuo o gruppo di individui collegati all'assetto proprietario. Ciononostante, la suddetta indipendenza non preclude che l'azienda sia al servizio dell'uomo: da un lato, l'appagamento dei bisogni umani avviene solo dopo la destinazione della ricchezza prodotta per garantire l'operatività dell'azienda; dall'altro, l'impiego delle risorse aziendali a scopi personali avviene fuori dall'ambito aziendale<sup>3</sup>.

La teoria sistemica si sviluppa a partire dalla prima metà del ventesimo secolo e vede nello Zappa il suo primo sostenitore, successivamente supportato da una serie di autorevoli discepoli. L'azienda viene intesa come una

<sup>2</sup> G. Cerboni (1948), *Enciclopedia di amministrazione e contabilità*, vol. I, Vallardi, Milano, p. 785.

<sup>3</sup> F. Besta (1922), *La Ragioneria*, vol. I, Vallardi, Milano, pp. 2 ss. Tale pensiero viene successivamente ripreso da una letteratura successiva, la quale ribadisce come il fine dell'azienda non sia la soddisfazione dei bisogni umani, quanto la produzione di ricchezza o di valore. R. Ferraris Franceschi (2008), "L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico", in E. Cavalieri, R. Ferraris Franceschi, *Economia Aziendale, Vol. I, attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, Torino, pp. 27 ss. La creazione di valore rappresenta il fine ultimo sia dell'azienda sia dei soggetti che nutrono variegati interessi nei confronti dell'azienda stessa; ad esso, ogni realtà aziendale aggiungerà finalità specifiche. E. Cavalieri (2008), "Creazione di valore, economicità ed equilibrio nel sistema d'impresa", in E. Cavalieri, R. Ferraris Franceschi, *Economia Aziendale, Vol. I, attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, Torino, p. 217. La creazione di valore è collegata alle caratteristiche di utilità dei beni prodotti dall'azienda che, oltre al soddisfacimento dei bisogni umani, trovano una precisa collocazione sul mercato. P.M. Ferrando (1995), "L'impresa ed il processo di creazione del valore", in L. Fadda, P.M. Ferrando, F. Fontana, M. Zuccardi Merli, *Complementi di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, 2<sup>a</sup> ed., p. 5.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

«coordinazione economica in atto istituita e retta per il soddisfacimento dei bisogni umani», ossia una «coordinazione di operazioni economiche» della quale l'uomo e la ricchezza rappresentano gli elementi vitali<sup>4</sup>. A tal fine, l'azienda pone in essere una serie di attività in continua coordinazione tra loro, quali l'attività di produzione o il procacciamento o il consumo della ricchezza<sup>5</sup>, generando una serie di relazioni con il suo ambiente<sup>6</sup>. La funzione sociale dell'azienda viene ampiamente rimarcata: essa viene intesa come una comunità di lavoro e cooperazione umana, nella quale converge una serie di interessi economici e sociali, oltre a quelli del proprietario<sup>7</sup>. Lo Zappa esalta, altresì, la durabilità del sistema azienda, enfatizzando la sua attitudine a durare e perdurare: infatti, l'azienda viene definita come un «istituto economico destinato a perdurare»<sup>8</sup> finalizzato al soddisfacimento dei bisogni umani. Essendo una permanente unità economica caratterizzata da specifiche dinamic-operative, l'azienda diventa un complesso economico mobile finalizzato al raggiungimento sistematico di una serie di obiettivi<sup>9</sup>.

Diventa interessante comparare la teoria contrattualistica con la teoria sistemica. Il Besta focalizza l'attenzione sulla somma di fenomeni o negozi o rapporti da amministrare. Al contrario, la coordinazione di operazioni economiche diventa un elemento imprescindibile dell'azienda nel pensiero dello Zappa: la suddetta coordinazione richiede una relazione stretta tra le attività gestionali poste in essere dall'azienda, tanto che è la bontà di tale coordinazione (e non la mera somma di fenomeni, o negozi, o rapporti da amministrare) ad influenzare il raggiungimento dei risultati aziendali.

Anche sotto il profilo del fine aziendale, emergono delle differenze tra la teoria contrattualistica e quella sistemica. In particolare, nella teoria contrattualistica l'obiettivo dell'attività amministrativa è rappresentato

<sup>4</sup> G. Zappa (1927), *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano, p. 30 e p. 40.

<sup>5</sup> G. Zappa (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo I, Giuffrè, Milano, p. 37.

<sup>6</sup> G. Zappa (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, cit., p. 416.

<sup>7</sup> G. Zappa (1962), *L'economia delle aziende di consumo*, Giuffrè, Milano, pp. 299 ss.

<sup>8</sup> Il concetto di "istituto" è legato all'operare umano in campo economico. Nell'intento di soddisfare i propri bisogni, le persone non operano individualmente, ma optano per una loro aggregazione in gruppi. Se l'aggregazione che ne deriva è duratura nel tempo ed è relativamente autonoma, tale forma aggregativa diviene una aggregazione istituzionale o un "istituto". Poiché l'azienda può essere considerata come una coordinazione economica in atto finalizzata a soddisfare i bisogni umani, essa diviene un istituto economico "atto a perdurare" che pone in essere le attività di produzione, di acquisizione e di consumo della ricchezza. Zappa G. (1927), *Tendenze nuove negli studi di Ragioneria*, cit., p. 30.

<sup>9</sup> G. Zappa (1927), *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, cit., p. 30. G. Zappa (1946), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 32.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

dall'accrescimento della sostanza amministrata a favore del proprietario. Al contrario, nella teoria sistemica il fine dell'azienda è rappresentato dall'appagamento dei bisogni umani (e non dalla produzione di ricchezza) di una molteplicità di soggetti (in aggiunta al proprietario), bisogni che non necessariamente sono di esclusiva natura economica.

Il pensiero dello Zappa viene ripreso da una serie di autorevoli discepoli. Tra questi, l'Amaduzzi definisce l'azienda come «un sistema di forze economiche», ossia un «sistema unitario» composto da risorse di natura umana e materiale: tale sistema, che si mostra complementare all'ambiente circostante, crea lo sviluppo di un processo di produzione e/o di consumo a favore del soggetto economico e di altri soggetti operanti nella stessa<sup>10</sup>. La definizione di azienda dell'Amaduzzi, quindi, circoscrive gli obiettivi aziendali al soggetto economico ed ai soggetti che operano nella stessa.

Altro discepolo dello Zappa è l'Onida, secondo il quale l'azienda viene intesa come «un mobile complesso o un sistema dinamico» caratterizzato dall'«unitarietà pur nella sua molteplicità» e dalla «permanenza nella sua mutabilità», il cui fine è la soddisfazione dei bisogni umani. Con riferimento alla sua prima caratterizzazione («unitarietà pur nella sua molteplicità»), emerge una serie di considerazioni: l'azienda si mostra come un complesso economico unitario, i cui componenti sono tra loro connessi da relazioni di connessione e interdipendenza; tale unitarietà emerge nonostante la molteplicità delle sue componenti e sfaccettature; come ultimo, le relazioni tra le operazioni poste in essere dall'azienda le conferiscono un connotato di unità ed unicità, tanto che ogni atto di gestione ha significato soltanto se considerato nell'ambito del sistema di gestione. Con riferimento alla seconda caratterizzazione (la «permanenza nella sua mutabilità»), alcune considerazioni possono essere espresse: l'azienda perdura nel tempo nonostante il continuo mutare sia delle variabili interne che la compongono sia di quelle esterne che la influenzano; tale attitudine alla permanenza è resa possibile soltanto se vengono mantenute le relazioni tra le parti e gli elementi che compongono l'azienda; ne consegue che i mutamenti che coinvolgono l'azienda non rompono la sua continuità<sup>11</sup>. La figura di azienda, intesa come una comunità di individui che riversano nella stessa una serie di interessi economici e

<sup>10</sup> A. Amaduzzi (1967), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, p. 20. A. Amaduzzi (1972), «Il sistema aziendale ed i suoi sottosistemi», *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 72(1), pp. 3 ss.

<sup>11</sup> P. Onida (1965), *Economia d'Azienda*, Utet, Torino, pp. 3 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

sociali, viene ripresa sia dall'Onida sia dal Masini nelle loro opere<sup>12</sup>. Anche il concetto di "istituto" introdotto dallo Zappa è stato lungamente ripreso dai discepoli dello stesso<sup>13</sup>.

La teoria organistica nasce nella prima metà del ventesimo secolo, ma si diffonde maggiormente nella seconda metà dello stesso. Il suo primo sostenitore è il Ceccherelli. Egli definisce l'azienda come «l'organismo naturale elementare della società economica»: tale organismo è il risultato dell'organizzazione delle forze e delle energie interne e di quelle derivanti dall'esterno, impegnate sia nel raggiungimento di uno scopo aziendale sia nelle funzioni di produzione o di consumo rilevanti per la società<sup>14</sup>. Emerge, quindi, la funzione sociale dell'azienda: l'attività aziendale, oltre al raggiungimento di un fine proprio, è altresì impegnata nelle funzioni di produzione e di consumo rispetto alla comunità nella quale essa è inserita. Ciò enfatizza l'apertura verso l'esterno (ossia verso la società intesa in senso ampio), accrescendo il ruolo dell'azienda all'interno della sua comunità. A sostenere il pensiero del Ceccherelli, il Riparbelli definisce l'azienda sia come un «organismo autonomo» inserito (e non isolato) nell'ambiente di riferimento e volto al raggiungimento di un certo fine; inoltre, essa viene intesa come un "organo della più complessa organizzazione sociale", se

<sup>12</sup> P. Onida (1965), *Economia d'Azienda*, cit., p. 94-III. C. Masini (1960), *L'organizzazione del lavoro nell'impresa*, Giuffrè, Milano, pp. 37 ss.

<sup>13</sup> Con il termine "istituto" si fa riferimento ad un «complesso di elementi e di fattori, di energie e di risorse personali e materiali» operante secondo proprie leggi di differente tipologia (fisica, economica, sociologica, religiosa ecc.), di natura duratura (tanto che, impropriamente, esso viene talora definito stabile), dinamica (tale dinamicità è valutata nel suo permanere, sia con riferimento ai fenomeni interni sia a quelli esterni) e autonoma (più precisamente, si tratta di una autonomia relativa, se vista nell'ambito dei nessi con le diverse componenti della società umana); esso si manifesta come una unità, grazie alla complementarietà dei fattori ed elementi che lo compongono, i quali sono indirizzati verso obiettivi comuni (C. Masini, 1974, *Lavoro e Risparmio*, Utet, Torino, p. 10). Ne deriva la relazione tra azienda ed istituto fatta emergere dalla letteratura: dal momento che l'azienda può essere intesa come "l'unità elementare" (P. Onida, 1971, *Economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, p. 4) o la "cellula vitale" dell'intero ordinamento economico (G. Zappa, 1957, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Vol. I, Giuffrè, Milano, p. 166), l'azienda rappresenta «l'ordine strettamente economico» attraverso il quale vengono sviluppate le attività economiche poste in essere dagli istituti (G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, 1994, *Economia aziendale*, il Mulino, Bologna, p. 39). Data la rilevanza del sistema azienda, l'azienda può essere intesa come il primo sistema economico che forma il sistema economico universale (A. Amaduzzi, 1968, *Manuale di contabilità aziendale*, Utet, Torino, p. 16). In altri termini, l'azienda costituisce un esempio di istituto economico sociale.

<sup>14</sup> A. Ceccherelli (1923), *Introduzione allo studio della Ragioneria Generale*, Le Monnier, Firenze, p. 67.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

rapportato alla società e volto ad espletare determinate funzioni<sup>15</sup>. A rafforzare il pensiero del Ceccherelli, anche il Ponzanelli definisce l'azienda come un "organismo": al pari degli esseri naturali, essa è caratterizzato da organi volti a singole funzioni, armonici e coordinati tra loro per garantire la sopravvivenza ed il perfezionamento della stessa<sup>16</sup>. In tale pensiero, si percepisce l'idea che l'azienda sia volta non soltanto al raggiungimento di una serie di risultati: al contrario, la sua conduzione deve rispettare un insieme di regole qualitative volte all'armonia e alla coordinazione tra le sue componenti, che aumentano le probabilità di sopravvivenza e di perfezionamento dell'azienda.

In una logica comparativa tra teoria sistemica e teoria organicistica, emerge in quest'ultima una apertura totale dell'azienda verso l'esterno, inteso non soltanto come il suo mercato, ma all'intera società nella quale essa opera. Il forte grado di apertura verso l'esterno favorisce il raggiungimento degli obiettivi e, allo stesso tempo, esalta la funzione sociale dell'azienda a favore di tutta la sua comunità sociale.

Dopo aver illustrato sinteticamente le suddette tre teorie largamente diffuse nella letteratura, nel presente lavoro si sposa la teoria sistemica, per aderenza al Maestro della Scuola alla quale l'autore appartiene. Riferendosi alla teoria sistemica, di seguito l'entità "azienda" viene ulteriormente approfondita.

L'azienda viene definita come «lo strumento dell'umano operare in campo economico»<sup>17</sup> volto a soddisfare i bisogni umani. Pertanto, essa diviene l'unità di base attraverso la quale la durevole e coordinata attività economica viene svolta, nell'intento di soddisfare i suddetti bisogni umani<sup>18</sup>. Tale soddisfazione è resa possibile grazie ad un operare congiunto (e non individuale) di individui sotto forma di gruppi sociali: ciò arreca il raggiungimento del bene comune, poiché il gruppo può beneficiare della disponibilità dei beni della collettività.

La suddetta soddisfazione dei bisogni umani ha luogo mediante l'impiego di beni la cui disponibilità risulta scarsa. Pertanto, tale impiego deve avvenire nel rispetto dei principi della minimizzazione del sacrificio e della massimizzazione dell'utilità<sup>19</sup>: in tal senso, l'azienda impiega dei beni scarsamente di-

<sup>15</sup> A. Riparbelli (1962), *Correlazioni ed interdipendenze fra organismi aziendali*, Colombo Cursi, Pisa, pp. 11 ss.

<sup>16</sup> G. Ponzanelli (1977), *Lezioni di Ragioneria generale*, Tipografia Ticci, Siena, p. 65.

<sup>17</sup> G. Ferrero (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, p. 4.

<sup>18</sup> P. Onida (1971), *Economia d'azienda*, cit., pp. 4 ss.

<sup>19</sup> G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, pp. 113 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

sponibili, da utilizzare in modo attento e scrupoloso; ne consegue che l'azienda punta ad ottenere il maggior risultato, partendo dall'utilizzo del minor quantitativo possibile di beni.

In un'ottica sistemica, l'azienda viene intesa come un "sistema"<sup>20</sup>, ossia un insieme le cui componenti sono interrelate in modo unitario. Lo svolgimento dell'attività d'impresa è reso possibile soltanto grazie ad un marcato connubio tra le sue componenti, ossia il fattore umano e quello materiale. In particolare, la componente umana è costituita da individui o gruppi di individui che effettuano un'attività lavorativa in cambio di una remunerazione; quella materiale è rappresentata sia dai mezzi di produzione sia dal capitale monetario utilizzati nell'attività d'impresa. Se la componente umana è indispensabile perché essa apporta forza lavoro, rappresentando il vero e proprio «motore dell'azienda»<sup>21</sup>, quella materiale è altresì necessaria affinché l'azienda possa espletare la sua attività economica.

Essendo l'azienda un sistema olistico<sup>22</sup>, le relazioni tra le sue componenti rendono inscindibile<sup>23</sup> il sistema azienda: al mutare di una delle sue componenti, anche le altre subiscono una modificazione<sup>24</sup>, richiedendo una nuova coordinazione tra le stesse. L'assenza di tale nuova coordinazione fa venire meno l'azienda<sup>25</sup>. Ne deriva che, da un lato, il sistema azienda è caratterizzato da una serie di specificità che risultano differenti rispetto a quelle delle sue componenti singolarmente intese<sup>26</sup>; dall'altro, le suddette relazioni generano un rapporto di interrelazione e complementarietà tra le componenti stesse, identificando un particolare sistema<sup>27</sup>.

È possibile classificare l'attività economica posta in essere dall'azienda in differenti tipologie, in virtù delle caratteristiche che distinguono il suo

<sup>20</sup> E. Borgonovi (1990), "Il comportamento economico della persona", in E. Borgonovi (a cura di), *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*, Egea, Milano, p. 3; G. Farneti (2007), *Economia d'Azienda*, FrancoAngeli, Milano, p. 7; G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., p. 5; S. Sarcone (1997), *L'azienda*, Giuffrè, Milano, p. 27. La definizione e le caratteristiche del "sistema azienda" sono tratte, previa opportuna rielaborazione, da E. Giacosa (2011), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, Giappichelli, Torino, pp. 30 ss.

<sup>21</sup> F. Cerbioni (1998), "I processi di acquisizione/utilizzo del fattore lavoro", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 2<sup>a</sup> ed., p. 269.

<sup>22</sup> G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., p. 6; G. Melis (2001), *Elementi di Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, p. 35.

<sup>23</sup> G. Ferrero (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., pp. 5 ss.

<sup>24</sup> G. Farneti (2007), *Economia d'Azienda*, cit., p. 3.

<sup>25</sup> E. Viganò (1996), *L'economia aziendale e la ragioneria*, Cedam, Padova, p. 25.

<sup>26</sup> G. Zappa (1946), *Il reddito d'impresa*, cit., p. 13.

<sup>27</sup> F. Favotto (2001), *Economia aziendale*, McGraw-Hill, Milano, p. 4.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

oggetto, nonché della varietà dei gruppi di individui coinvolti e dei bisogni da soddisfare<sup>28</sup>. Tale attività economica può essere così classificata<sup>29</sup>:

- attività di consumo o di erogazione: si intende quell'attività finalizzata direttamente e in modo durevole alla soddisfazione dei bisogni (o una classe di bisogni attuali o futuri) di uno specifico individuo o gruppo di individui, i quali sono diretti beneficiari del consumo;
- attività di produzione: si intende quell'attività finalizzata al soddisfacimento della domanda di mercato. A differenza dell'attività di consumo, essa non è volta all'appagamento dei bisogni di un individuo o gruppo di individui predeterminati, ma permette una soddisfazione indiretta dei bisogni umani. La configurazione dell'attività di produzione viene stimolata da quella di consumo, in quanto le due attività economiche sono tra loro collegate.

A seguito della suddetta classificazione dell'attività economica, il sistema azienda può, a sua volta, essere distinto nelle seguenti tipologie<sup>30</sup>:

- “azienda di consumo”: essa effettua un'attività di consumo, ossia è finalizzata al soddisfacimento diretto e duraturo dei bisogni (o una classe di bisogni) di soggetti individuabili, i quali risultano i beneficiari di tale consumo;
- “azienda di produzione” o “azienda di produzione per il mercato” o “impresa”: essa effettua un'attività di produzione, ossia è finalizzata al soddisfacimento della domanda di mercato;
- “azienda composta” o “mista”: essa rappresenta una categoria di azienda intermedia rispetto alle precedenti. Il suo nucleo produttivo è strumentale alla concretizzazione di quello di consumo.

Nel proseguo del volume, ci si riferisce all'azienda di produzione o impresa. Seppur con ogni limitazione del caso, il termine azienda viene spesso utilizzato nel testo nella sua funzione di sinonimo di impresa, volendo intendere che l'impresa è una tipologia di azienda.

<sup>28</sup> L. D'Alessio (2002), *Il budget nel sistema di bilancio dello Stato*, Giappichelli, Torino, p. 1.

<sup>29</sup> A. Amaduzzi (1993), *Manuale di Economia aziendale*, Cacucci, Bari, pp. 46 ss.; G. Ferrero (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., pp. 4 ss.; E. Giacosa (2012), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa. Finalità, strumenti e comportamenti attuali e teorici in un modello “ideale” di comunicazione*, Giappichelli, Torino, p. 3; G. Melis (2001), *Elementi di Economia Aziendale*, cit., pp. 6 ss.

<sup>30</sup> G. Ferrero (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., pp. 7 ss.; F. Giunta (2008), *Economia aziendale*, Cedam, Padova, pp. 4 ss.; P. Mella (1992), *Economia Aziendale*, Utet, Torino, pp. 190 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## 1.2. Le caratteristiche del sistema azienda come variabili di influenza dei bisogni finanziari

Applicando l'ottica sistemica, vengono di seguito delineate le caratteristiche del sistema azienda, con l'intento di individuare le ripercussioni delle stesse sui bisogni finanziari manifestati dall'azienda.

Tali caratteristiche rendono il sistema azienda un sistema sociale, teleologico, economico, aperto e dinamico<sup>31</sup>.

<sup>31</sup> U. Bertini (1990), *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, pp. 82 ss.; G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., pp. 5 ss.; E. Giacosa (2011), *L'economia della aziende di abbigliamento*, cit., pp. 31 ss.; G. Melis (2001), *Elementi di Economia Aziendale*, cit., pp. 35 ss.

La letteratura si è marcatamente focalizzata sulle caratteristiche del sistema azienda. Seppur in modo non esaustivo, vengono ripresi di seguito altri studi che enunciano le caratteristiche del sistema azienda. L'azienda viene altresì definita come un «sistema continuo, dinamico, misto, relativo ed aperto», dal momento che essa è posta al centro di una serie di relazioni con altri sistemi generali. C. Masini (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino, pp. 18 ss.

In aggiunta e secondo altri autori, l'azienda può essere anche illustrata come un sistema avente le seguenti caratteristiche: *i*) esso è complesso: data la presenza di una moltitudine di variabili differenti fortemente interrelate tra loro, quali quelle tecniche, finanziarie, economiche, socio-culturali e psicologiche, il sistema che ne deriva risulta alquanto complesso. Tale complessità si mostra, di volta in volta, in svariate situazioni che coinvolgono le variabili esterne al sistema azienda, a causa del loro dinamismo e dell'imprevedibilità dell'ambiente. Inoltre, anche le variabili interne hanno un impatto sulla complessità del sistema azienda: si pensi allo svolgimento dei processi di produzione (soprattutto quando questi sono altamente tecnologici e innovativi), alla dimensione organizzativa (a causa del numero di soggetti coinvolti, nelle loro funzioni ed interrelazioni tra gli stessi) piuttosto che alla ripercussione economica di ogni evento aziendale (se si considera l'impatto economico di ogni scelta di investimento effettuata); *ii*) esso è probabilistico: dal momento che sia le variabili interne sia quelle esterne sono soggette a probabilità nei loro atteggiamenti, anche la previsione dei risultati ottenuti risulta essere alquanto difficile; *iii*) esso è dotato di equifinalità: l'azienda è volta al raggiungimento di una serie di obiettivi attraverso l'adozione di politiche e comportamenti differenti, ossia facendo ricorso a strutture e processi produttivi alternativi ed assumendo atteggiamenti variabili nei confronti del contesto esterno. S. Cricchio (1980), *L'impresa come momento di origine e di diffusione di fenomeni macro-economici*, Giuffrè, Milano, p. 39.; M. De Sarno (1969), *Aspetti e problemi di organizzazione aziendale*, Intercontinentalia, Napoli, pp. 98 ss.; M. Lacchini (1988), *Strategia aziendale. Elementi di teoria*, Giappichelli, Torino, pp. 14 ss.; G. Melis (2001), *Elementi di Economia Aziendale*, cit., pp. 37 ss.; A. Pavan (2008), *L'amministrazione economica delle aziende*, Giuffrè, Milano, p. 39; F. Pezzani (1990), "Il quadro di riferimento: il controllo delle aziende", in E. Borgonovi (a cura di), *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*, Egea, Milano, p. 91.

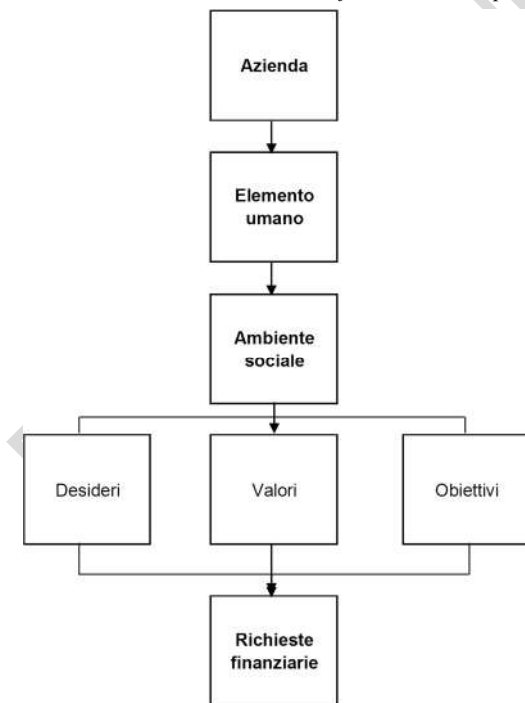
In aggiunta, il sistema azienda può altresì essere illustrato come un sistema avente le seguenti caratteristiche: *i*) esso è cibernetico: il sistema necessita di meccanismi di autoregolazione affinché esso possa adattarsi in modo proattivo agli stimoli positivi e negativi derivanti dall'esterno, senza i quali la durabilità del sistema potrebbe venire compromessa; *ii*) esso è finalistico: il raggiungimento di un determinato fine interessa il sistema nel suo complesso, coinvolgendo ogni sua parte componente. Nell'ottica del raggiungimento degli obiettivi, il sistema azienda può contare su una serie di vie di regolazione, ossia di strumenti che le permettono di meglio dirigersi verso tali obiettivi. P. Bastia (2009), *Principi di economia aziendale*, Cedam, Padova, pp. 115 ss.; R. Fiume (2000), "Riflessioni sul ruolo di visione e

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Il sistema azienda è sociale, in quanto esso costituisce lo strumento mediante il quale gli individui (o gruppi di individui) operano in campo economico. Il fattore umano, quindi, rende funzionante il sistema azienda. Pertanto, l'analisi del sistema azienda richiede un'indagine sulla presenza dell'elemento umano, i cui obiettivi giustificano l'esistenza dell'azienda stessa. Al contrario, l'azienda non è dotata di una capacità cognitiva propria, quanto piuttosto compendia i processi cognitivi degli individui che in essa operano.

Le tipologie e caratteristiche degli individui (o gruppi di individui) che compongono il sistema azienda influenzano le richieste finanziarie manifestate dall'azienda, poiché essi sono portatori di desideri, valori e obiettivi che trovano nell'operatività aziendale lo strumento di realizzazione. Soltanto una corretta dotazione finanziaria permette all'azienda di porre in essere il suo operato nel rispetto dei suddetti desideri, valori e obiettivi dell'elemento umano che la compone (Figura 1.1).

Fig. 1.1 – L'influenza del sistema sociale sulle richieste finanziarie delle piccole-medie imprese



Fonte: elaborazione personale

missione nell'economia delle aziende", *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 5-6, pp. 284 ss.; E. Laghi (1995), *La nota integrativa e l'informazione esterna d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 4; P. Mella (1992), *Economia Aziendale*, cit., pp. 95 ss.

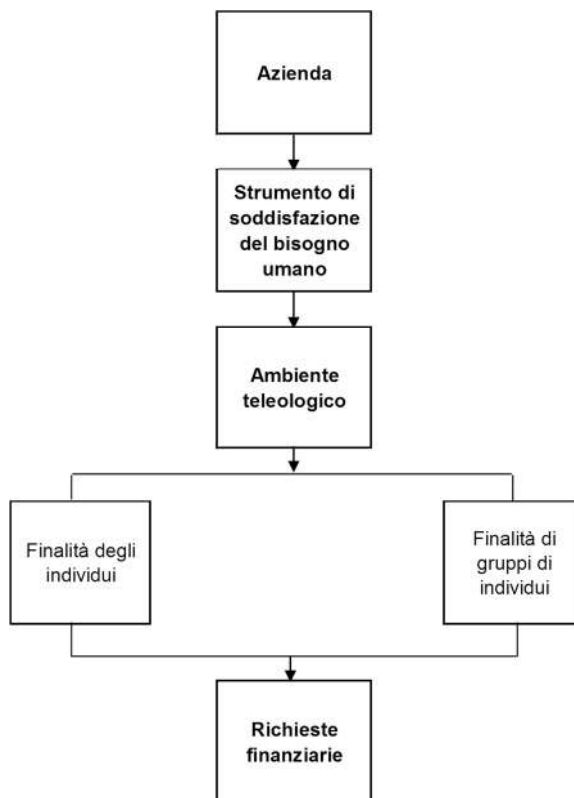


L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Il sistema azienda è teleologico, in quanto esso non possiede una finalità propria, ma è orientato dall'uomo verso la soddisfazione dei propri bisogni. Infatti, l'azienda può essere intesa come lo strumento dell'umano operare in campo economico, con il quale gli individui o gruppi di individui mirano alla soddisfazione dei propri bisogni in modo sistematico. Pertanto, l'azienda non va intesa come un fenomeno con proprie finalità: al contrario, essa è volta a conseguire quelle finalità che le vengono trasmesse dall'individuo o dal gruppo di individui che l'hanno creata<sup>32</sup>.

Le suddette finalità hanno una ripercussione sulle necessità finanziarie dell'azienda, in quanto esse necessitano di risorse finanziarie per il loro perseguimento (Figura 1.2).

*Fig. 1.2 – L'influenza del sistema teleologico sulle richieste finanziarie delle piccole-medie imprese*



*Fonte:* elaborazione personale

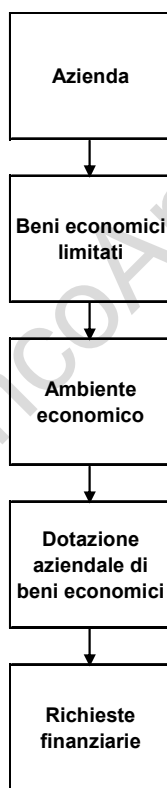
<sup>32</sup> A. Amaduzzi (1963), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, pp. 24 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Il sistema azienda è, altresì, economico, in quanto esso impiega beni economici, ossia scarsi nella loro disponibilità, richiedendo una scelta di priorità in merito al loro impiego. A tal fine, l'utilizzo dei suddetti fattori sottintende una serie di scelte razionali, affinché sia possibile ottenere, a parità di condizioni, il migliore risultato con il minor utilizzo di risorse<sup>33</sup>.

L'entità dei beni economici a disposizione dell'azienda impatta sulle necessità finanziarie dell'azienda: a parità di altre variabili, maggiori sono i beni economici di dotazione, minori sono le necessità di approvvigionamento di nuovi beni economici e le collegate richieste finanziarie per soddisfarle (Figura 1.3).

*Fig. 1.3 – L'influenza del sistema economico sulle richieste finanziarie delle piccole-medie imprese*



Fonte: elaborazione personale

<sup>33</sup> A. Pastore (1984), *La funzionalità economica dell'impresa*, Cacucci, Bari, p. 23.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Il sistema azienda è considerabile come un sistema aperto: esso non è un'entità isolata, ma crea una serie di relazioni o di processi di negoziazione<sup>34</sup> con il suo ambiente esterno<sup>35</sup>. L'apertura verso l'esterno è giustificata dalla non autosufficienza del sistema azienda, il quale necessita il superamento dei propri confini<sup>36</sup> per ragioni di convenienza economica e la conseguente instaurazione di una serie di relazioni con altre aziende<sup>37</sup>. Tale apertura crea una serie di effetti sull'operatività dell'azienda: in primo luogo, le suddette relazioni, a causa della loro mutevolezza, si compongono quasi in una sorta di "puzzle"<sup>38</sup> nell'ambito del contesto economico, arrecando un processo di mutazione genetica dell'azienda; in secondo luogo, l'azienda assorbe, si contamina e restituisce all'esterno un nuovo valore, diventando un "convertitore" di cultura<sup>39</sup>; come ultimo, tale apertura rende l'azienda più innovativa, in quanto beneficiaria di stimoli esterni che arrecano nuove idee, prodotti e tecnologie<sup>40</sup>.

Tale apertura verso l'esterno<sup>41</sup> crea una serie di condizionamenti che possono vincolare o limitare la libertà dell'azienda<sup>42</sup> o generare una serie di opportunità per la stessa: ciononostante, l'azienda mostra una sua autonomia economica, in quanto essa è un sistema in senso compiuto. Soltanto il sistema azienda è autonomo sotto il profilo economico: al contrario, ogni singolo fatto o evento posto in essere dall'azienda non è caratterizzato da tale autonomia, in

<sup>34</sup> G. Airoidi, G. Brunetti, V. Coda (1994), *Economia aziendale*, cit., p. 43.

<sup>35</sup> Con riferimento alle peculiarità delle relazioni tra le piccole e medie imprese ed il loro contesto, si fa riferimento alle seguenti opere: D. Boldizzoni, M. Mariani, S. Signorelli (1993), *Strategie di sviluppo dell'impresa minore. Modelli di crescita e politiche di influenza*, Guerini e Associati, Milano; D. Boldizzoni, L. Serio (a cura di) (1996), *Il fenomeno piccola impresa: una prospettiva pluridimensionale*, Guerini e Associati, Milano; L.E. Greiner (1998), *Evolution and Revolution as Organizations Grow*, Harvard Business School, Cambridge.

<sup>36</sup> S. Garzella (2005), *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inesprese"*, Giappichelli, Torino, p. 5; P. Mella (1992), *Economia Aziendale*, cit., p. 83.

<sup>37</sup> M. Del Baldo (1997), "Determinanti e condizioni delle strategie di "non crescita" delle piccole imprese", *Piccola Impresa/Small Business*, 3, p. 71.

<sup>38</sup> M. Fazzini (2006), *Aggregazioni, accordi e alleanze tra imprese*, FrancoAngeli, Milano, pp. 5 ss.

<sup>39</sup> G. Catturi (2009), *L'armonia della complessità dalla crescita allo sviluppo aziendale*, Cedam, Padova, p. 20.

<sup>40</sup> P. Wynarczyk, P. Pieperopoulos, M. McAdam (2013), "Open innovation in small and medium-sized enterprises: an overview", *International Small Business Journal*, 31 (3), pp. 240-255.

<sup>41</sup> Secondo alcuni autori, il sistema azienda può manifestarsi come "selettivamente aperto" se esso mostra un'apertura relativa e non assoluta nei confronti dell'esterno: a tal fine, esso si mostra aperto soltanto a quei condizionamenti ambientali che le siano favorevoli o gestibili con appropriate strategie selettive. L. Brusa (1986), *Strutture organizzative d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 2; P. Miolo Vitali (a cura di) (2000), *Corso di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 24; A. Pavan (2008), *L'amministrazione economica delle aziende*, cit., p. 40.

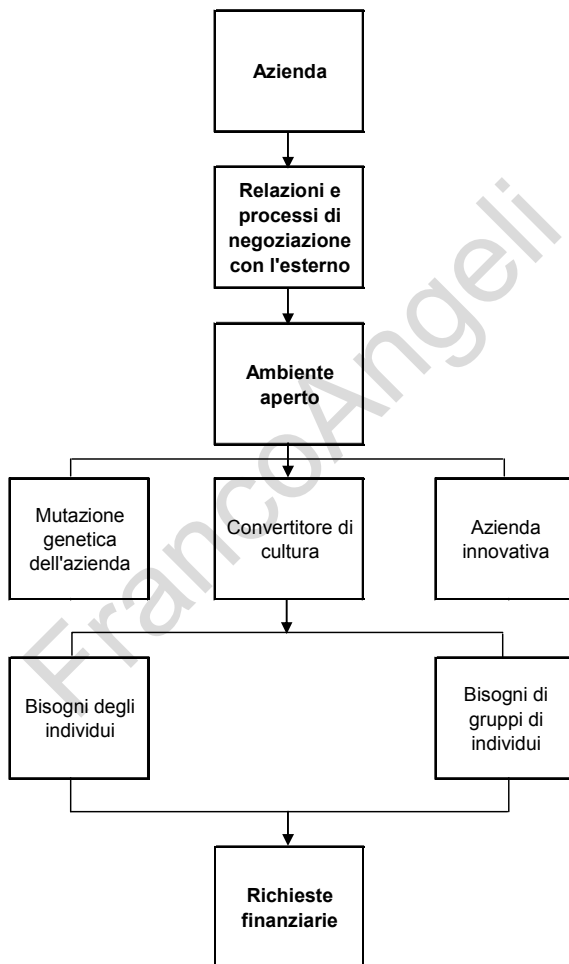
<sup>42</sup> M. Lacchini (1988), *Strategia aziendale. Elementi di teoria*, cit., p. 34.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

quanto intendibile come un tassello della complessa attività economica aziendale<sup>43</sup>.

Gli stimoli derivanti dal contesto esterno possono generare, alimentare, accrescere o modificare i bisogni degli individui (o gruppi di individui) che l'azienda deve soddisfare e, conseguentemente, la sua operatività aziendale. Tale operatività aziendale può, quindi, generare nuove necessità finanziarie, non precedentemente programmate (Figura 1.4).

Fig. 1.4 – L'influenza del sistema aperto sulle richieste finanziarie delle piccole-medie imprese



Fonte: elaborazione personale

<sup>43</sup> G. Ferrero (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, cit., pp. 8 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Come ultimo, il sistema azienda è dinamico, in quanto le relazioni tra il sistema azienda e il suo ambiente, particolarmente stimolate dal grado di apertura del sistema stesso, sono gestite in modo flessibile. Ciò avviene se il sistema azienda percepisce gli stimoli derivanti dal suo ampio e instabile contesto esterno e pone in essere un comportamento proattivo o di adattamento alle condizioni dinamiche del suo ambiente. Tale atteggiamento stimola il raggiungimento di un equilibrio dinamico al verificarsi di ogni nuova situazione<sup>44</sup>, favorendo la durabilità<sup>45</sup> del sistema nonostante la mutevolezza delle sue variabili. Tale dinamicità rende l'azienda mai uguale a se stessa<sup>46</sup>. L'attitudine al raggiungimento di un equilibrio dinamico è indispensabile per sopravvivere in un contesto alquanto turbolento<sup>47</sup>. A tal fine, risulta indispensabile adottare un meccanismo di autoregolazione o "feed-back" o controllo interno: esso raffronta gli obiettivi prefissati con i risultati raggiunti e, successivamente, delinea quei provvedimenti correttivi che si rendono necessari<sup>48</sup>.

La dinamicità del sistema azienda genera una forte variabilità delle sue necessità finanziarie, soprattutto se l'azienda si prefigge di rispondere ai mutevoli cambiamenti del suo contesto. Pertanto, una precisa quantificazione delle necessità finanziarie risulta alquanto difficoltosa<sup>49</sup>. Ne consegue la necessità di disporre delle risorse che, effettivamente e potenzialmente, siano necessarie al fronteggiamento di improvvise necessità finanziarie<sup>50</sup> (Figura 1.5).

<sup>44</sup> G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., p. 10.

<sup>45</sup> S. Catuogno (1997), "Cenno alle teorie interpretative del concetto di azienda", in E. Vignò (a cura di), *Azienda. Primi contributi di una ricerca sistematica per un rinnovato concetto generale*, Cedam, Padova, p. 35.

<sup>46</sup> G. Catturi (2009), *L'armonia della complessità dalla crescita allo sviluppo aziendale*, cit., p. 21.

<sup>47</sup> S. Cricchio (1980), *L'impresa come momento di origine e di diffusione di fenomeni macro-economici*, cit., p. 38; G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., p. 8.

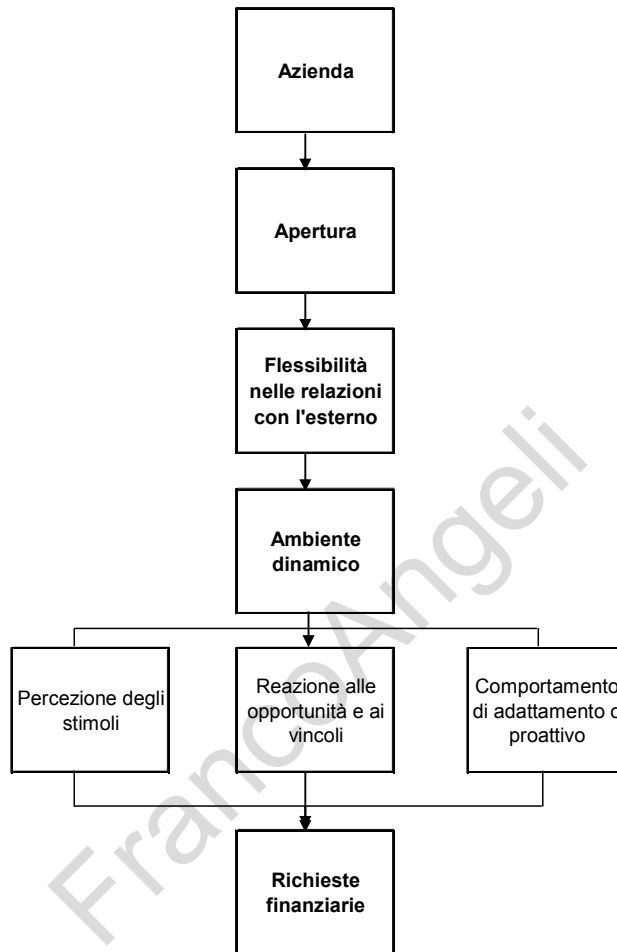
<sup>48</sup> P. Bastia (2009), *Principi di economia aziendale*, cit., pp. 120 ss.; G. Airoidi, G. Brunetti, V. Coda (1989), *Corso di Economia aziendale*, il Mulino, Bologna, p. 74; A. Pavan (2007), *L'amministrazione economica delle aziende*, cit., p. 42.

<sup>49</sup> T. Bianchi (1975), "La finanza aziendale", in E. Ardemani (a cura di), *Manuale di Amministrazione Aziendale*, Isedi, Milano, pp. 3 ss.; F. Di Lazzaro (1994), *La situazione finanziaria aziendale*, Giuffrè, Milano, pp. 27 ss.

<sup>50</sup> M. Dallochio (1995), *Finanza aziendale. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Egea, Milano, p. 642.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 1.5 – L'influenza del sistema dinamico sulle richieste finanziarie delle piccole-medie imprese

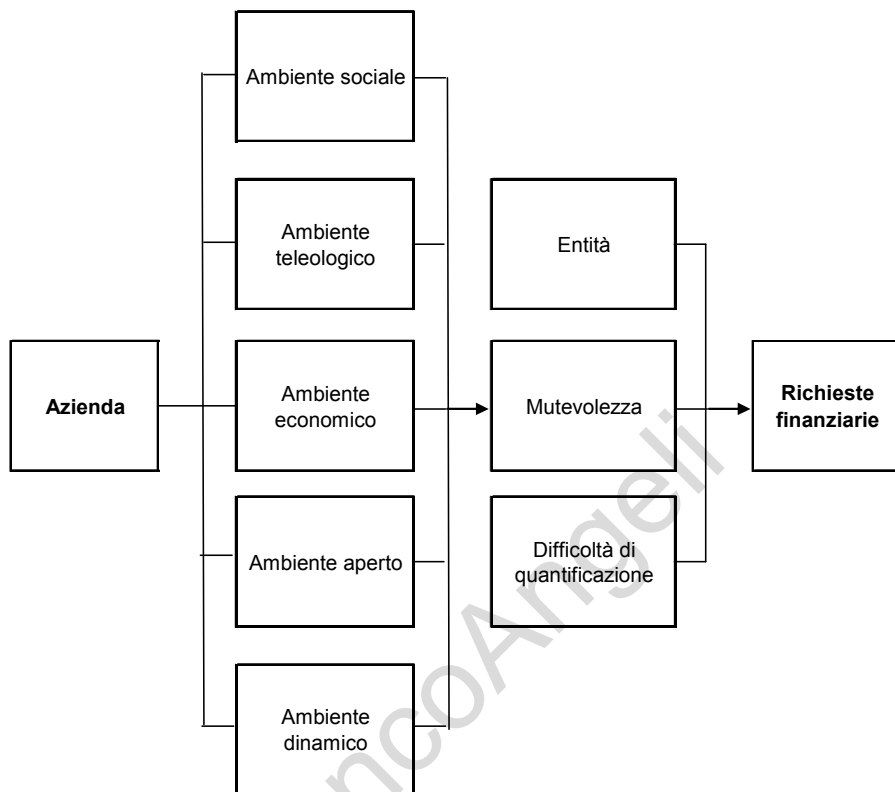


Fonte: elaborazione personale

Concludendo, il fabbisogno di risorse finanziarie manifestato dall'azienda viene influenzato dalle suddette caratteristiche del sistema azienda: esse influenzano sia l'entità e la mutevolezza delle richieste finanziarie, sia la difficoltà di una loro precisa quantificazione (Figura 1.6).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 1.6 – L'influenza del sistema azienda sulle richieste finanziarie delle piccole-medie imprese



Fonte: elaborazione personale

### 1.3. Le specificità delle piccole e medie imprese nella manifestazione dei bisogni finanziari: analisi della letteratura

Dopo aver esaminato le caratteristiche del sistema azienda come variabili di influenza dei bisogni finanziari, diventa opportuno contestualizzare tale ragionamento alle piccole e medie imprese. Le considerazioni che seguono sono utili per comprendere alcuni aspetti trattati nel terzo e quarto capitolo, legati al fabbisogno finanziario e alla struttura finanziaria delle piccole e medie imprese.

Senza entrare nel merito della letteratura volta a definire le piccole e medie imprese (poiché tale analisi non rientra nell'oggetto del presente lavoro), le considerazioni che seguono valgono sia per le piccole imprese (PI)

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

sia per le medie imprese (MI), così come definite dalla Raccomandazione della Commissione Europea n. 361 del 2003<sup>51</sup>.

La letteratura comprende una molteplicità di studi aventi per oggetto la politica di finanziamento delle piccole e medie imprese, dal momento che il tessuto economico di alcuni Paesi (tra i quali l'Italia) è composto da una fitta rete di aziende caratterizzate da piccole e medie dimensioni. Pertanto, tale fenomeno ha, da sempre, attirato l'attenzione degli studiosi in ambito economico-aziendale, i quali hanno sviluppato gli studi sia in chiave teorica sia empirica (sia con riferimento al contesto italiano, sia a quello internazionale).

Gli studi precedenti sono stati focalizzati su una serie di aspetti riguardanti:

- il ruolo della funzione finanziaria nelle piccole e medie imprese;
- le scelte di struttura finanziaria e della collegata politica di finanziamento;
- le determinanti che influenzano il grado di indebitamento.

Di seguito, viene esaminato il primo aspetto di osservazione (il ruolo della funzione finanziaria). Se la letteratura afferma che i principi generali di finanza aziendale non variano al variare della dimensione aziendale<sup>52</sup>, a modificarsi possono essere sia i tratti distintivi della funzione aziendale della finanza, sia gli strumenti che l'azienda impiega per affrontare le differenti problematiche di gestione finanziaria. Ciò può derivare sia da differenti obiettivi di fondo, sia da vincoli specifici che caratterizzano le aziende di piccole e medie dimensioni. Con riferimento agli obiettivi di fondo, l'azienda di piccole dimensioni presenta generalmente una coincidenza tra il management e la proprietà: la massimizzazione dell'interesse di un'unica figura di riferimento si differenzia marcatamente da un'azienda di grandi dimensioni (nella quale il management è generalmente distinto dalla proprietà). Con riferimento ai vincoli specifici nelle aziende di piccole dimen-

<sup>51</sup> Tale raccomandazione impiega tre variabili: il numero dei dipendenti effettivi, il fatturato, e il totale attivo. Per "piccola impresa" si intende un'azienda avente le seguenti condizioni: un numero di dipendenti inferiore a 50; un fatturato tra 2 e 10 milioni di Euro oppure un totale attivo inferiore o uguale a 10 milioni di Euro. Per "media impresa" si intende un'azienda avente le seguenti condizioni: un numero di dipendenti inferiore a 250; un fatturato tra 10 e 50 milioni di Euro oppure un totale attivo inferiore o uguale a 43 milioni di Euro. La suddetta raccomandazione è quella in vigore al momento dell'avvio dell'indagine empirica.

<sup>52</sup> N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino; J.G. Vender (1977), "Aspetti finanziari della quotazione in borsa per la media impresa", in J.G. Vender, P. Jovenitti, *La quotazione in borsa*, Isedi, Milano, p. 9; J.F. Weston, E.F. Brigham (1973), *Finanza Aziendale*, il Mulino, Bologna, p. 23.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

sioni, essi possono essere riconducibili a differenti strutture organizzative, nelle quali la funzione finanziaria potrebbe non essere particolarmente strutturata<sup>53</sup>; allo stesso tempo, la minore complessità delle problematiche da gestire, sommata ad una minore articolazione delle relazioni con gli stakeholder, potrebbe comportare un minor grado di attenzione dedicato all'area finanza<sup>54</sup>.

Con riferimento al secondo aspetto di osservazione (le scelte di struttura finanziaria e della collegata politica di finanziamento), alcuni studi hanno evidenziato come le piccole e medie imprese siano caratterizzate da un debole collegamento tra scelte di finanziamento e decisioni di investimento. Ciò può essere dovuto ad una predominanza della funzione produttiva (rispetto a quella legata alla finanza), che va a privilegiare gli aspetti tecnologici ed operativi a scapito di una verifica formale sulla fattibilità economico-finanziaria di un investimento. Altre volte, emerge una certa difficoltà nel pianificare le esigenze finanziarie<sup>55</sup>.

Emerge, quindi, una non semplice connessione tra singoli investimenti e singole fonti di finanziamento: pertanto, il soggetto finanziatore deve essere consapevole che il finanziamento non è rivolto ad un singolo investimento, ma all'azienda nel suo complesso, così come sono le performance aziendali nel loro complesso ad influenzare la capacità di rimborso di un finanziamento<sup>56</sup>.

<sup>53</sup> G. Brugger (1975), *La funzione finanziaria nell'impresa*, FrancoAngeli, Milano, p. 29; A. Dessy (1995), *Politiche finanziarie e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, p. 100; F.F. He (2012), "SME External Financing Difficulties and Solutions", *Corporation Research*, pp. 251 ss.; D. Monteforte, M. La Rocca (2003), "Le scelte di struttura finanziaria delle Pmi calabresi", in D. Venanzi (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, Morlacchi Editore, Perugia, p. 114; G. Mussati, P. Marchetti, P. Jovenitti (1981), *Il capitale di rischio nelle piccole e medie società di capitali di nuova costituzione*, Giuffrè, Milano, p. 186; J. Juanjuan, L. Zhiming, L. Chanyan (2014), "Financing Difficulties of SMEs from Its Financing Sources in China", *Journal of Service Science and Management*, 7(3), DOI:10.4236/jssm.2014.73016.

<sup>54</sup> R. Cellini, G. Rossini (1990), *Piccole e medie imprese e scelte finanziarie*, Sipi, Roma, p. 30; A. Dessy (1995), *Politiche finanziarie e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, cit., pp. 37 ss.; H.J. Lv (2013), *SME Financing Difficulties and Countermeasures*, Central China Normal University, Wuhan.

<sup>55</sup> F.F. He (2012), "SME External Financing Difficulties and Solutions", *Corporation Research*, pp. 251 ss.; D. Monteforte, M. La Rocca (2003), "Le scelte di struttura finanziaria delle Pmi calabresi", in D. Venanzi (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, cit., p. 114; J. Juanjuan, L. Zhiming, L. Chanyan (2014), "Financing Difficulties of SMEs from Its Financing Sources in China", *Journal of Service Science and Management*, 7(3), DOI:10.4236/jssm.2014.73016.

<sup>56</sup> G. De Laurentis (1996), "Il finanziamento degli investimenti fissi", in R. Ruozi (a cura di), *La gestione finanziaria delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, p. 119. A tal pro-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fermo restando la necessità di valutare attentamente le condizioni di profittabilità di un investimento, è emerso che la dimensione dell'investimento debba essere considerata nell'ambito della complessa operatività aziendale. Sarebbe oltremodo fuorviante, infatti, non considerare un singolo investimento nell'ambito dell'intero progetto aziendale. Ne consegue che il singolo investimento rappresenta un passaggio dell'operatività delle piccole e medie imprese, ossia un tassello, più o meno fondamentale, che può influenzare la sua gestione aziendale<sup>57</sup>. In altri termini, un investimento specifico non è fine a se stesso, ma finalizzato al disegno aziendale, tanto da risultare di assoluta rilevanza e richiederne una sua assoluta effettuazione. Allo stesso tempo, anche le fonti di finanziamento debbono essere considerate nel loro complesso: ogni singola scelta con riferimento alle fonti di finanziamento è condizionata in modo armonico alle altre, in quanto esse debbono alimentare la struttura finanziaria dell'azienda in modo consono alle sue necessità, attuali e future. L'acquisizione di fonti a breve termine può rendere necessaria la raccolta futura di fonti di finanziamento a medio/lungo termine, così come la raccolta di capitale a pieno rischio; allo stesso tempo, l'attuale acquisizione di capitale a pieno rischio (che permette un miglioramento della solidità patrimoniale) potrebbe migliorare le condizioni future per un approvvigionamento di capitale di credito.

La minore mobilità finanziaria delle piccole e medie imprese (rispetto a quelle di grandi dimensioni) è stata interpretata come un fattore di riduzione delle alternative per il loro finanziamento<sup>58</sup>. Pertanto, la gestione finanziaria delle aziende di piccole e medie dimensioni è alquanto delicata, richiedendo sia una accurata pianificazione dei fabbisogni finanziari, sia una attenta previsione delle tempistiche di ritorno degli investimenti, sia la creazione di una serie di relazioni anche di natura personale con i soggetti

posito, si veda anche R. Brealey, S. Myers (1990), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano; G. De Laurentis (1991), "L'analisi economica dei finanziamenti aziendali", in C. Bioni, B. Rossignoli (a cura di), *Lecture di finanza aziendale*, Giuffrè, Milano.

<sup>57</sup> G. De Laurentis (1996), "Il finanziamento degli investimenti fissi", in R. Ruozi (a cura di), *La gestione finanziaria delle piccole e medie imprese*, cit., 118.

<sup>58</sup> F. Barca (1988), *La dicotomia dell'industria italiana, le strategie delle piccole e delle grandi imprese in un quindicennio di sviluppo economico*, Atti del seminario Ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese, Banca d'Italia, Roma, 2, pp. 7 ss.; G. Busetta, A. F. Presbitero (2008), "Confidi, piccole imprese e banche: un'analisi empirica", in A. Zazzaro, *I vincoli finanziari alla crescita delle imprese*, Carocci, Roma, pp. 267 ss.; R. Cellini, G. Rossini (1990), *Piccole e medie imprese e scelte finanziarie*, cit., p. 6; E. Filippi (1988), *La piccola dimensione nelle imprese produttive e nelle banche: nozioni e condizionamenti*, Atti del seminario Ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese, Banca d'Italia, Roma, 2, pp. 809 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

finanziatori<sup>59</sup>. Inoltre, nell'ambito delle scelte di finanziamento, è emersa la necessità di una gestione più efficace della politica di finanziamento da parte delle piccole e medie imprese<sup>60</sup>.

In aggiunta, la relazione banca-impresa è stata considerata come l'occasione per una buona finanza: ciò è valido sia per raggiungere una consapevole pianificazione finanziaria sotto il profilo del finanziamento, sia per mantenere certe condizioni di riequilibrio patrimoniale alle quali l'ottenimento del prestito è subordinato<sup>61</sup>. Al contrario, una asimmetria informativa non gioverebbe all'instaurazione di un rapporto di fiducia tra le parti coinvolte, andando ad influenzare negativamente le opportunità di approvvigionamento di risorse finanziarie da parte dell'azienda<sup>62</sup>. In particolare, è emerso come l'atteggiamento mostrato dalle aziende sia alquanto

<sup>59</sup> N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino; M. Rutigliano (1982), "Struttura finanziaria e autofinanziamento nelle piccole e medie imprese: l'esperienza statunitense, in M. Rutigliano, C. Pontiggia, M. Preda, G.G. Santorsola, *Struttura finanziaria e autofinanziamento nelle piccole e medie imprese*, Mediocredito Lombardo, Milano, p. 22. Si veda anche F. Cesarini (1975), "I problemi di finanziamento delle piccole e medie imprese", *Il risparmio*, n. 8; P. Mottura (1968), *La forza contrattuale delle aziende richiedenti credito bancario*, Giuffrè, Milano; R. Ruozi (1979), "Sulla diversificazione delle fonti creditizie", *Banche e banchieri*, n. 5, maggio.

<sup>60</sup> A. Dessy (1995), *Politiche finanziarie e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, cit., pp. 173 ss.; R. Ruozi (1979), "Il credito a medio ed a lungo termine e lo sviluppo delle medie imprese industriali", in AA.VV., *Canali e strumenti finanziari per le imprese industriali di medie dimensioni*, Cappelletti e Riscassi, Milano, pp. 113 ss.

<sup>61</sup> I. Love, M.S. Peria (2012), *How bank competition affects firms' access to finance*. Policy Research Working Paper Series, The World Bank; D. Maspero (1996), "La finanza agevolata per le piccole e medie imprese", in R. Ruozi (a cura di), *La gestione finanziaria delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, p. 151; R.M. Ryan, C.M. O'Toole (2014), "Does bank market power affect SME financing constraints?", *Journal of Banking & Finance*, 49, pp. 495 ss.; I. Love, M.S. Peria (2012), *How bank competition affects firms' access to finance*. Policy Research Working Paper Series, The World Bank.

<sup>62</sup> A.N. Berger, G.F. Udell (1995), "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance", *Journal of Business*, 68 (3), pp. 351 ss.; A. Bott, A.V. Thakor (1994), "Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game", *International Economic Review*, 35 (4), pp. 899 ss.; S. Carbo, F. Rodriguez-Fernandez, G. Udell (2009), "Bank market power and SME financing constraints", *Review of Finance*, 13 (2), pp. 309 ss. A. Carlesi (1990), *Il problema finanziario nell'economia della nuova impresa*, Giappichelli, Torino, pp. 26 ss.; T.T.L. Chong, L. Lu, S. Ongena (2012), "Does banking competition alleviate or worsen credit constraints faced by small and medium enterprises? Evidence from China" (2012-013), Discussion Paper 2011-006, Tilburg University, Center for Economic Research; S. Greenbaum, G. Kanatas, I. Venezia (1989), "Equilibrium Loan Pricing Under the Bank-Client Relationship", *Journal of Banking and Finance*, 13 (6), pp. 221 ss.; M. Petersen, R.G. Rajan (1995), "The Effect of Credit market Competition on Lending Relationships", *Quarterly Journal of Economics*, 110 (2), pp. 407 ss.; S. Sharpe (1990), "Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contrasts: a stylized model of customer relationship", *Journal of Finance*, 45 (4), pp. 1069 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

poco confidenziale e riservato, addirittura limitato ad una trasparenza minima; inoltre, l'intento dell'azienda sembra quello di soddisfare quei bisogni finanziari che, diversamente, non sarebbero soddisfatti attraverso altri canali precedentemente consultati<sup>63</sup>. La marcata concorrenza che caratterizza il sistema bancario, nonché l'ideazione di svariate forme di finanziamento alternative (e concorrenziali) al debito bancario, possono rappresentare l'occasione per il rafforzamento dei legami tra le piccole e medie imprese e le banche, andando a modificare la prassi di accesso al credito e l'utilizzazione ottimale dei servizi bancari tradizionali.

La trasformazione della struttura finanziaria ha rappresentato un oggetto di osservazione particolarmente interessante nella letteratura: nell'ambito di tale modificazione, l'istituto di credito può farsi parte attiva, entrando nel capitale a pieno rischio, o addirittura supportando l'azienda nella quotazione sul mercato<sup>64</sup>. Generalmente, l'apertura del capitale agli intermediari finanziari è associata ad eventi straordinari della vita aziendale, quali i processi di ristrutturazione del debito o di riorganizzazione operativa che necessitano di ingenti risorse finanziarie diversamente non approvvigionabili. In particolare, è emerso che la suddetta trasformazione della struttura finanziaria è tipica di quelle piccole e medie imprese interessate a percorsi di crescita aziendale, per le quali la necessità di realizzare una serie di investimenti innovativi richiede l'accesso ad una moltitudine di fonti di finanziamento<sup>65</sup>.

Poiché la finanza viene intesa come uno strumento a disposizione delle aziende, anche il soddisfacimento dei fabbisogni deve rispecchiare le caratteristiche innovative degli investimenti sotto il profilo tecnologico. A tal proposito, quando l'azienda nasce come realtà innovativa, il processo di finanziamento deve plasmarsi fin da subito alle sue specifiche esigenze finanziarie; al contrario, quando l'azienda tende all'innovazione in un secon-

<sup>63</sup> R. Ruozi (1996), "Presentazione", in R. Ruozi (a cura di), *La gestione finanziaria delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, p. IX; R.M. Ryan, C.M. O'Toole (2014), "Does bank market power affect SME financing constraints?", *Journal of Banking & Finance*, 49, pp. 495 ss.; I. Love, M.S. Peria (2012), *How bank competition affects firms' access to finance*. Policy Research Working Paper Series, The World Bank.

<sup>64</sup> A. D'Amato, C. Cacia (2008), "La quotazione in borsa delle PMI tra mito e realtà", *Piccola Impresa/Small Business*, 3, pp. 37 ss.; A. Lambiase (2015), *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, FrancoAngeli, Milano.

<sup>65</sup> A. Landi, P. Schwizer (1996), "Il finanziamento dello sviluppo delle PMI: economicità e modalità organizzative dell'intervento delle banche nel capitale di rischio. Dall'acquisizione della partecipazione alla quotazione dell'impresa", in R. Ruozi (a cura di), *La gestione finanziaria delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, pp. 95 ss.; A. Mazzoleni (2012), "Il progetto di risanamento aziendale", in E. Giacosa, A. Mazzoleni, *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino, pp. 151 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

do momento, anche la finanza deve adeguarsi a tale scelta, per evitare tensioni finanziarie e discrepanze tra le scelte di investimento e quelle di finanziamento<sup>66</sup>.

Le caratteristiche dell'indebitamento delle piccole e medie imprese sono poi state esaminate sotto il profilo empirico. Considerando le aziende italiane, è emerso un assetto proprietario marcatamente sbilanciato, ossia fortemente dipendente dal credito bancario, poco orientato all'emissione di capitale di debito nel mercato dei capitali e insufficientemente caratterizzato dal capitale a pieno rischio<sup>67</sup>. Tale atteggiamento delle piccole e medie imprese italiane non riguarda soltanto il tessuto economico italiano, ma altresì anche quello di altri Paesi.

Con riferimento al terzo aspetto di osservazione (le determinanti che maggiormente influenzano il grado di indebitamento delle piccole e medie imprese), di seguito vengono esaminati i fattori sui quali gli studiosi si sono maggiormente soffermati.

Una prima determinante è rappresentata dal fatturato: applicando la distinzione per classi di fatturato, è stata esaminata la correlazione tra il fatturato e il grado di indebitamento. È emerso che le aziende minori in termini di fatturato presentano un maggiore indebitamento<sup>68</sup>; tale aspetto è stato ulteriormente approfondito esaminando l'andamento della quota del margine operativo sugli oneri finanziari, che aumenta al decrescere del fatturato<sup>69</sup>. Le

<sup>66</sup> A. Carlesi, A. Angelini, G. Mariani (1999), *Aspetti finanziari dell'innovazione*, Giappichelli, Torino, pp. 6 ss.; A. Carlesi (1995), "Il vincolo finanziario all'innovazione nelle pmi", *Sinergie*, 13 (38), pp. 27 ss.

<sup>67</sup> M. Arcelli (1994) "Il finanziamento delle piccole e medie imprese: situazione attuale e prospettive", *Economia italiana*, n. 3; M. Belli, E. Facile, G. Medioli (2013), *Credito per le PMI. Come farsi finanziarie l'azienda dalle banche*, Il Sole 24 Ore, Milano; A. Caruso, F. Palmucci (2008), "Scelte di finanziamento della crescita: un'indagine sulle PMI Italiane", *Banca Impresa Società*, 3, pp. 453-476; G. Forestieri (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio", *Bancaria*, 6, 3-15; G. Forestieri (1992), "Rischio del credito e finanza d'impresa", *Economia e Management*, 6; G. Lusignani, A. Sironi (1999), "Il rapporto fra banche e PMI: pricing, rischio e modelli comportamentali", in G. Forestieri, M. Onado (a cura di), *L'innovazione nel finanziamento delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, p. 17; G. Troisi (2014), *Come finanziare le PMI*, Ipsoa, Milano.

<sup>68</sup> Confindustria (2007), *Finanza e sviluppo, gli strumenti a disposizione delle PMI*, Confindustria, Roma. Partner Equity Markets (2009), *Il mercato di borsa per le PMI: Aim Italia*, Il Sole 24 Ore, Milano, p. 5.

<sup>69</sup> N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino, p. 80; P. Galbiati (1999), *La struttura finanziaria delle aziende*, cit., pp. 103 ss. Centrale dei Bilanci (1998), *Economia e finanza delle imprese italiane*, Bancaria Editrice, Roma; S. Akdal, (2011), *How do firm characteristics affect capital structure? Some UK evidence*, Working Paper, March. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1775706>.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

aziende di medie dimensioni in termini di fatturato (rispetto a quelle di grandi dimensioni) risultano meno capitalizzate, con una maggiore incidenza del debito finanziario e uno squilibrio temporale tra fonti e impieghi; al contrario, quelle di grandi dimensioni in termini di fatturato presentano una minore incidenza del debito bancario<sup>70</sup>.

Anche il settore di appartenenza dell'azienda ha rappresentato una determinante di osservazione. Alcuni studi hanno messo in luce il differente ricorso al debito in relazione all'appartenenza al settore manifatturiero rispetto a quello del commercio e dei servizi, con risultanze discordanti. Secondo alcuni studiosi, le aziende appartenenti allo stesso settore presentano un simile grado di indebitamento, legato a fattori tipici ed alla dinamicità di quel settore specifico<sup>71</sup>. Secondo altri, la variabile influenzante non è tanto l'appartenenza ad uno specifico settore, quanto piuttosto la disponibilità di risorse della singola azienda<sup>72</sup>. In aggiunta, è emerso che il settore industriale rappresenta quello con una incidenza del debito bancario di poco inferiore rispetto ad altri settori, mentre in esso è più marcato il ruolo dell'autofinanziamento<sup>73</sup>. Altri studi hanno poi evidenziato come le aziende operanti in settori a più alto livello di rischiosità operativa tendano ad avere bassi livelli di indebitamento<sup>74</sup>.

Un altro fattore esaminato è stato il flusso finanziario generato dall'attività operativa. La tematica dell'autofinanziamento è stata ritenuta di assoluta rilevanza, in quanto esso contribuisce al finanziamento dell'iniziativa imprenditoriale con la forza propria, influenzando le prospettive di crescita<sup>75</sup>.

<sup>70</sup> N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, cit., p. 79.

<sup>71</sup> M. Bradley, G.A. Jarrell, E.H. Kim (1984), "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, 39 (3), pp. 857 ss.; M.Z. Frank, V.K. Goyal (2009), "Capital structure decisions: Which factors are reliably important?", *Financial Management*, 38 (1), pp. 1 ss.; S. Titman, R. Wessels (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, 43 (1), pp. 1 ss.

<sup>72</sup> N. Michaelas, F. Chittenden, P. Poutziouris (1999), "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data", *Small Business Economics*, 12 (2), pp. 113 ss.; C. Romano, G. Tanewski, K. Smyrnios (2000), "Capital structure decision making: a model for family business", *Journal of Business Venturing*, 16 (3), pp. 285 ss.

<sup>73</sup> N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, cit., p. 79; M. Rutigliano (1982), "Struttura finanziaria e autofinanziamento nelle piccole e medie imprese: l'esperienza statunitense", cit., pp. 218 ss.

<sup>74</sup> L. Bonato, R. Faini (1990), "Le scelte di finanziamento delle imprese in Italia", in V. Conti, R. Hamau (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, il Mulino, Bologna, pp. 139 ss.; P. Galbiati (1999), *La struttura finanziaria delle aziende*, cit., pp. 108 ss.; M. Rutigliano (1982), "Struttura finanziaria e autofinanziamento nelle piccole e medie imprese: l'esperienza statunitense", cit., pp. 45 ss.

<sup>75</sup> G. Brunetti (1983), "Il governo delle risorse finanziarie: il modello dello sviluppo sostenibile", *Banche e Banchieri*, 10 (ottobre); G. De Laurentis (1996), "Il finanziamento degli in-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Una serie di studi ha fatto emergere che, in prima battuta, il reinvestimento degli utili generati dall'attività operativa viene considerato la fonte di finanziamento preferita per soddisfare il fabbisogno finanziario<sup>76</sup>, anche per non perdere il controllo dell'impresa e non dover gestire l'ingerenza di nuovi azionisti nella gestione aziendale. Quando il flusso finanziario generato dall'attività operativa non è sufficiente, il debito bancario rappresenta la fonte di finanziamento maggiormente utilizzata (e preferita rispetto al ricorso al mercato azionario)<sup>77</sup>. È, inoltre, stato correlato il grado di indebitamento ban-

vestimenti fissi", in R. Ruozi (a cura di), *La gestione finanziaria delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, p. 117; A. Dessy, A. Gervasoni (1989), *Le piccole e medie imprese e il capitale di rischio*, Egea, Milano, p. 3, pp. 33 ss.; A. Dessy, A. Gervasoni, J. Vender (1989), *Le piccole e medie imprese ed il capitale di rischio*, Egea, Milano, pp. 13 ss.

<sup>76</sup> L. Bonato, R. Hamai, M. Ratti (1991), *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, Banca Commerciale Italiana, Collana ricerche, R91-18. Centrale dei Bilanci (2003), *Economia e finanza delle imprese italiane*, XVI Rapporto, Bancaria Editrice, Roma. F. Chittenden, G. Hall, P. Hutchinson (1996), "Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation", *Small Business Economics*, 8 (1), pp. 59 ss.; D. Monteforte, M. La Rocca (2003), "Le scelte di struttura finanziaria delle Pmi calabresi", in D. Venanzi (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, Morlacchi Editore, Perugia, p. 134; S.C. Myers (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, 39 (3), pp. 575 ss.; S. Holmes, P. Kent (1991), "An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Enterprises", *Journal of Small Business Finance*, 1 (2), pp. 141 ss.; D. Venanzi (2003), "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", in D. Venanzi (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, Morlacchi Editore, Perugia, pp. 206 ss.

<sup>77</sup> A. Dessy (1995), *Politiche finanziarie e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Egea, Milano, p. 81; P. Galbiati (1999), *La struttura finanziaria delle imprese: modelli teorici e scelte operative*, Egea, Milano, pp. 99 ss.; N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, cit., pp. 73 ss.; L. Bonato, R. Hamai, M. Ratti (1991), *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, cit.; G. Orsenigo (1983), "Il finanziamento delle piccole e medie imprese", in AA.VV., *Evoluzione della struttura finanziaria, ruolo degli istituti di credito a medio termine e tendenze del credito agevolato*, Assireme, Milano; M. Onado (a cura di) (1986), *Sistema finanziario e industria*, il Mulino, Bologna; U. Fava (1979), *La struttura finanziaria delle aziende minori, con riferimento anche al caso toscano*, in Banca toscana, studi e informazioni; R. Ruozi (1974), *Aspetti organizzativi e finanziari delle piccole e medie imprese lombarde*, Giuffrè, Milano, pp. 35 ss. Si vedano anche i seguenti lavori: L. Bonato, R. Faini (1990), "Le scelte di finanziamento delle imprese in Italia", in V. Conti, R. Hamai (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, il Mulino, Bologna; L. Bonato, R. Hamai, M. Ratti (1991), *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, Banca Commerciale Italiana, Collana ricerche, R91-18; Banca Intesa (2000), *Le piccole e medie imprese italiane. Un'analisi sui dati di bilancio*, FrancoAngeli, Milano, p. 105; S. Caselli (2002), *Corporate banking per le piccole e medie imprese*, Bancaria Editrice, Roma, p. 67; D. Monteforte, M. La Rocca (2003), "Le scelte di struttura finanziaria delle Pmi calabresi", in D. Venanzi (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, Morlacchi Editore, Perugia, p. 114; R. Ricci (1989), "La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese", *Bancaria*, 44 (12), pp. 15-20; Partner Equity Markets (2009), *Il mercato di borsa per le PMI: Aim Italia*, Il Sole 24

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

cario con l'attitudine dell'azienda a ripagare lo stesso grazie alle risorse generate dalla gestione operativa: è emerso che la rischiosità aziendale nel generare un costante flusso finanziario nell'attività operativa influenza il ricorso all'indebitamento, tanto che l'aumentare del suddetto rischio fa ridurre il grado di indebitamento<sup>78</sup>. Questo aspetto è di assoluta rilevanza per una piccola e media impresa, sia a causa della difficoltà nel reperimento del capitale, sia perché una più consapevole gestione finanziaria può rafforzare la sua capacità di sopravvivenza nel lungo periodo<sup>79</sup>.

Anche le prospettive di crescita dell'azienda sono state relazionate al grado di indebitamento, in quanto esse vengono condizionate dall'attitudine nel soddisfare il proprio fabbisogno finanziario<sup>80</sup>. È stato, infatti, ampiamente espresso come le aziende di piccole dimensioni (se messe a confronto con le grandi aziende) debbano confrontarsi con una serie di opportunità

Ore, Milano, pp. 4 ss.; P. Sapienza (1997), "Le scelte di finanziamento delle imprese italiane", in I. Angeloni, V. Conti, F. Passacantando (a cura di), *Le banche ed il finanziamento delle imprese*, il Mulino, Bologna; D. Venanzi (1999), *La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica*, Utet, Torino.

<sup>78</sup> L. Bonato, R. Faini (1990), "Le scelte di finanziamento delle imprese in Italia", in V. Conti, R. Hamauì (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, il Mulino, Bologna.

<sup>79</sup> G. Forestieri (a cura di) (1993), *Mercati finanziari per le PMI*, Egea, Milano.

<sup>80</sup> L. Becchetti, G. Trovato (2002), "The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance", *Small Business Economics*, 19, pp. 291 ss.; R. Carpenter, B. Petersen (2002), "Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?", *Review of Economics and Statistics*, 84, pp. 298 ss.; M. Dallochio, D. Tzivelis, M.A. Vinzia (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano; G. Fagiolo, A. Luzzi (2004), "Do Liquidity Constraints Matter in Explaining Firm Size and Growth? Some Evidence from the Italian Manufacturing Industry", *Sant'Anna School of Advanced Studies. Working Paper Series*, 8; S. Fazzari, G. Hubbard, B. Peterson (1988), "Financing Constraint and Corporate Investments", *Brooking Papers on Economic Activity*, 19, pp. 141 ss.; A. Frielinghaus, B. Mostert, C. Firer (2005), "Capital structure and the firm's life stage", *South African Journal of Business Management*, 36(4), pp. 9 ss.; B. Gregory, M. Rutherford, S. Oswald, L. Gardiner (2005), "An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing", *Journal of Small Business Management*, 43(4), pp. 382 ss.; M. La Rocca, T. La Rocca, A. Cariola (2011), "Capital structure decisions during a firms's life cycle", *Small Business Economics*, 37 (1), pp. 107 ss.; A.M. Herrera, R. Minetti (2007), "Informed Finance and Technological Change: Evidence from Credit Relationship", *Journal of Financial Economics*, 83, pp. 223 ss.; Y. Honjo, N. Harada (2006), "SME Policy, Financial Structure and Firm Growth: Evidence from Japan", *Small Business Economics*, 27, pp. 289 ss.; L. Lang, E. Ofek, R.M. Stulz (1996), "Leverage, Investment and Firm Growth", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 3 ss.; A. Machauer, M. Weber (2000), *Number of Bank Relationships: An Indicator of Competition, Borrower Quality, or Just Size?*, Center for Financial Studies, Working Paper Series, 6; B. Oliveira, A. Fortunato (2006), "Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis", *Small Business Economics*, 27, pp. 139 ss.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

di crescita più limitate, a causa dei vincoli (anche di natura finanziaria) imposti dall'ambiente nel quale esse operano<sup>81</sup>. La scarsità di capitale finanziario, quindi, è stata considerata come un fattore che limita l'espansione dell'attività aziendale<sup>82</sup>: tale scarsità di risorse è, solo in parte, colmabile grazie agli strumenti della finanza agevolata rivolti alle piccole e medie imprese<sup>83</sup>. Nello specifico, poi, tali prospettive di crescita si differenziano a seconda della fase del ciclo di vita aziendale<sup>84</sup>.

Quando l'oggetto della crescita sono gli investimenti (anche osservati nel loro grado di diversificazione), emerge il fabbisogno finanziario da essi derivante, il quale, a cascata, influenza la necessità di reperire risorse finanziarie di varia natura. È emerso che le aziende con un più elevato tasso di crescita degli investimenti e, in aggiunta, una diversificazione più marcata, siano anche quelle più indebitate<sup>85</sup>.

<sup>81</sup> E. Penrose (1984), "La posizione delle grandi e delle piccole imprese in un sistema economico in espansione", in AA.VV., *Introduzione alla finanza delle piccole e medie imprese*, Unicopli Universitaria, Milano, pp. 7 ss.

<sup>82</sup> V. Balloni (1984), "Riflessioni sulle politiche industriali per la crescita della piccola impresa", in AA.VV. *Introduzione alla finanza delle piccole e medie imprese*, Unicopli Universitaria, Milano, p. 81.

<sup>83</sup> A. Dessy (1995), *Politiche finanziarie e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, cit., pp. 173 ss.

<sup>84</sup> Banca Intesa (2000), *Le piccole e medie imprese italiane. Un'analisi sui dati di bilancio*, FrancoAngeli, Milano, pp. 120 ss.; A. Berger, G. Udell (1988), "The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle", *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 613 ss.; J.A. Dessy, J. Vender (1996), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano; V. Dickinson (2011), "Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle", *The Accounting Review*, 86 (6), pp. 1969 ss.; Z. Fluck (1999), *Capital structure decisions in small and large firms: a life-cycle theory of financing*, NYU Working Paper No. FIN-99-069, October. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1298862>; Z. Fluck (2000), *Capital structure decisions in small and large firms: a lifetime cycle theory of financing*, working paper, Stern School of Business, New York; J. Helwege, N. Liang (1996), "Is there a Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms", *Journal of Financial Economics*, 40 (3), pp. 429 ss.; N. Michaelas, F. Chittenden, P. Poutziouris (1999), "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data", *Small Business Economics*, 12 (2), pp. 113 ss.; D. Monteforte, M. La Rocca (2003), "Le scelte di struttura finanziaria delle Pmi calabresi", in D. Venanzi (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, Morlacchi Editore, Perugia, p. 127; F. Perrini (1998), *Capitale di rischio e mercati per le PMI. Metodologie e canali di accesso al capitale per lo sviluppo*, Egea, Milano; M. Rija (2006), *L'investimento istituzionale nel capitale di rischio delle piccole e medie imprese*, FrancoAngeli, Milano, pp. 7 ss.; D.J. Storey (1984), *Understanding the small business sector*, Routledge, London.

<sup>85</sup> G. Orsenigo (1984), "Il finanziamento delle piccole e medie imprese", in AA.VV., *Introduzione alla finanza delle piccole e medie imprese*, Unicopli Universitaria, Milano, p. 91; D. Venanzi (2003), "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", in D. Venanzi (a

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Come ultimo, alcuni studi hanno ulteriormente distinto il comportamento delle aziende in relazione alla tipologia di attività posta in essere dalle stesse. Una utile classificazione può distinguere le aziende nelle differenti tipologie: aziende satellite; aziende interstiziali; aziende con alte potenzialità di sviluppo<sup>86</sup>. L'azienda satellite nasce dalla volontà di un'azienda di grandi dimensioni, con il ruolo di captive supplier; il rischio che la caratterizza è dovuto principalmente all'impossibilità di gestire autonomamente la propria operatività, che al contrario dipende dalla volontà del soggetto promotore; ne consegue una certa diffidenza da parte dei soggetti finanziatori, i quali sono maggiormente attratti dalle garanzie ottenibili piuttosto che dalle prospettive di risultati economico-finanziari<sup>87</sup>. L'azienda interstiziale, a differenza della precedente, possiede un proprio potere di mercato; il ritmo delle politiche di investimento, costante ma non elevato, permette il reperimento delle risorse finanziarie, facendo leva in modo particolare sull'autofinanziamento, nonché sul capitale di credito; ne consegue che la disponibilità dei soggetti finanziatori è influenzata sia dalle potenzialità attuali e future dell'azienda, sia dalle capacità dell'imprenditore. Come ultimo, le aziende con alte potenzialità di sviluppo sono generalmente quelle piccole e medie imprese fortemente innovative nei prodotti e/o processi; ciò comporta un elevato livello di rischio, che influenza l'attitudine a finanziarsi: ne consegue una preponderanza del capitale a pieno rischio, dal momento che i soggetti finanziatori vengono condizionati negativamente dal rischio dell'attività d'impresa.

cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, Morlacchi Editore, Perugia, pp. 207 ss.

<sup>86</sup> M. Cattaneo (1963), *Le imprese di piccole e medie dimensioni*, Cisalpino, Milano, pp. 64 ss.; A. Dessy (1995), *Politiche finanziarie e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, cit., pp. 85 ss.; M. Rutigliano (1982), "Struttura finanziaria e autofinanziamento nelle piccole e medie imprese: l'esperienza statunitense", in M. Rutigliano, C. Pontiggia, M. Preda, G. G. Santorsola, *Struttura finanziaria e autofinanziamento nelle piccole e medie imprese*, Mediocredito Lombardo, Milano, pp. 17 ss.

<sup>87</sup> M. Massari (1977), *La media impresa in Italia*, Isedi, Milano, pp. 46 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## 2. LA CRESCITA E IL FABBISOGNO DI RISORSE FINANZIARIE DEL SISTEMA AZIENDA

### 2.1. Il fenomeno della crescita aziendale come stimolo al fabbisogno di risorse finanziarie

Tra le caratteristiche del sistema azienda è emersa la sua dinamicità. Essa rende l'azienda alquanto flessibile agli stimoli derivanti dall'esterno, dal quale possono derivare sia vincoli sia opportunità. Quale entità dinamica, l'azienda è fisiologicamente atta a modificare se stessa, la sua struttura ed il suo modello di business.

Nell'ottica di assicurarsi la sopravvivenza e la continuità nel lungo periodo, oltre alle condizioni di equilibrio duraturo<sup>1</sup>, l'azienda si prefigge anche l'obiettivo di crescere. Il raggiungimento di tale obiettivo può essere influenzato dalla disponibilità di risorse finanziarie, le quali rappresentano un elemento amplificatore delle opportunità attuali e future di crescita (Figura 2.1).

Nel presente capitolo, viene definito e illustrato il fenomeno della crescita aziendale. In primo luogo, è stato verificato se la crescita possa condizionare il fabbisogno di risorse finanziarie dell'azienda (che sarà oggetto del terzo capitolo) e possa rappresentare, insieme ad altri fattori ad esso interconnessi, uno degli elementi influenzanti il ricorso ai mezzi di terzi. Allo stesso tempo, l'osservazione ha avuto luogo in senso inverso: è stato verificato se una adeguata dotazione di risorse finanziarie in risposta al fabbisogno possa condizionare le opportunità di crescita.

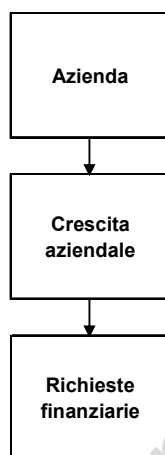
Applicando la teoria sistemica con la quale si è scelto di osservare l'azienda, l'attenzione è stata concentrata sulla fitta rete di relazioni tra una

<sup>1</sup> L. Potito (2013), *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, 4<sup>a</sup> edizione, Giappichelli, Torino, p. 51.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

serie di variabili economico-aziendali (tra le quali si colloca la crescita aziendale) e il fabbisogno di risorse finanziarie manifestato dall'azienda, non spiegabili in termini di semplici relazioni causa-effetto.

Fig. 2.1 – La relazione “crescita aziendale-richieste finanziarie” in una piccola e media impresa



Fonte: elaborazione personale

Con il termine *crescita*<sup>2</sup> si intende quel processo che, entro un certo orizzonte temporale, arreca l'aumento di una dimensione dell'oggetto di osservazione<sup>3</sup>. L'obiettivo della crescita in una piccola e media impresa (PMI) può essere imposto sia internamente, ossia stimolato dalla proprietà o dal management, sia esternamente, ossia legato ad opportunità derivanti dall'esterno<sup>4</sup>. Indipendentemente dall'origine dei suoi fattori di origine, lo stimolo alla crescita è fisiologico in ogni azienda anche se di piccole e me-

<sup>2</sup> J. Canals (2001), "How to think about corporate growth?", *European Management Journal*, 19 (6), pp. 587 ss.; Hart P., Mellons J. (1970), "Management youth and company growth: a correlation?", *Management Decision*, 4 (1), pp. 50 ss.; E. Giacosa (2012), *Mergers and Acquisitions (M&As) in the Luxury Business*, McGraw-Hill, Milano, pp. 91 ss.; M. Goold (1999), "The growth imperative", *Long Range Planning*, 32 (1), pp. 127 ss.

<sup>3</sup> G. Catturi (2009), *L'armonia della complessità. Dalla crescita allo sviluppo aziendale*, cit., p. 6.

<sup>4</sup> R. Molinterni (2000), *La crescita dell'impresa di piccola dimensione*, Cedam, Padova, p. 15.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

die dimensioni, in quanto esso costituisce un elemento di sfida tipico dell'attività umana in campo economico<sup>5</sup>.

La crescita può essere misurata in termini quantitativi (attraverso il fatturato, il valore della produzione, il valore aggiunto, il numero di addetti, il capitale investito, la quota di mercato ecc.). Volendo individuare una serie di indicatori di monitoraggio quantitativo della crescita aziendale, potrebbe essere interessante osservare il fenomeno della crescita secondo una duplice configurazione<sup>6</sup>:

- la crescita intesa in termini operativi: secondo tale prospettiva, la crescita è misurabile attraverso una serie di grandezze legate alla dimensione operativa dell'azienda con riferimento al volume di attività svolta (come il fatturato, il valore della produzione e il valore aggiunto). Ai fini operativi, la crescita può essere osservata sia calcolando il tasso di variazione della grandezza presa in esame tra due anni considerati, sia calcolando il CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) che rappresenta il tasso di crescita medio annuale di un valore su un arco di tempo più lungo. Ad esempio, il CAGR sul valore della produzione indica la crescita media annua del valore della produzione nell'arco temporale considerato. Il CAGR permette di neutralizzare gli effetti di un'ampia volatilità dei tassi di crescita, calcolati su singoli anni, che renderebbero poco significativa la media aritmetica impiegata;
- la crescita intesa in termini strutturali: secondo tale prospettiva, la crescita è quantificabile attraverso delle quantità espressive della dimensione strutturale dell'azienda, con riferimento alla variazione di alcune classi rilevanti dello Stato patrimoniale. Nello specifico, tale crescita viene calcolata come il tasso di variazione della grandezza presa in esame da un anno all'altro.

La crescita può, altresì, essere osservata nei suoi aspetti qualitativi; infatti, la crescita arreca la creazione di nuovi skills e il miglioramento di quelli già posseduti<sup>7</sup>, essendo estremamente connessa ad una molteplicità di fattori legati alle risorse umane operanti in azienda, con particolare riferimento alle qualità ed attitudini delle stesse.

<sup>5</sup> V. Conca (2010), *Le acquisizioni*, Egea, Milano, p. 3; G. Donaldson (1994), *Corporate Restructuring*, Harvard Business School Press, Boston.

<sup>6</sup> G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto (1984), *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano, p. 135; C. Teodori (2008), *L'analisi di bilancio*, Giapichelli, Torino, pp. 206 ss.

<sup>7</sup> R. Grandinetti, G. Nassimbeni (2007), *Le dimensioni della crescita aziendale*, FrancoAngeli, Milano, p. 35.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

La crescita nelle piccole e medie imprese rappresenta un ingrediente fondamentale per la sopravvivenza dell'azienda in modo duraturo, caratterizzando le scelte strategiche durante il suo ciclo di vita<sup>8</sup>. Ciononostante, la crescita aziendale non rappresenta una condizione necessaria affinché l'azienda possa operare in modo durevole: si pensi alle aziende di piccole dimensioni ed operanti su nicchie di mercato, le quali possono mostrare un certo grado di competitività pur mantenendo tali dimensioni.

Per favorire la durabilità aziendale, è opportuno che ogni scelta strategica avente per oggetto la crescita aziendale tenga in attenta considerazione le esigenze, i modi ed i tempi per intraprendere un percorso di crescita. A tal fine, la proprietà o il management deve saper valutare le potenzialità aziendali, ossia «ciò che l'azienda è»<sup>9</sup>, ossia i suoi punti di forza e di debolezza e la sua posizione competitiva nel contesto di riferimento. Inoltre, anche le tendenze evolutive che si percepiscono nell'ambiente in cui l'azienda opera debbono trovare opportuna osservazione.

Nell'ambito dell'analisi delle potenzialità aziendali e, nello specifico, dell'effettiva capacità di approvvigionamento dei fattori produttivi necessari a sostenere la crescita, il fattore produttivo rappresentato dalle risorse finanziarie deve essere opportunamente indagato. Infatti, esso costituisce un elemento propulsivo che accelera le possibilità aziendali di crescita: infatti, esso permette ai fattori produttivi terra, forza lavoro e macchine di combinarsi più velocemente nei processi produttivi, accelerando la loro attitudine a creare ricchezza<sup>10</sup> (Figura 2.2). Senza una attenta valutazione dell'impatto della crescita sulla sfera finanziaria, la capacità di sopravvivenza potrebbe risultare compromessa: l'azienda, infatti, si troverebbe non in grado di rispettare gli impegni finanziari intrapresi, a causa dell'assenza o dell'incompleta dotazione finanziaria necessaria per rispettarli.

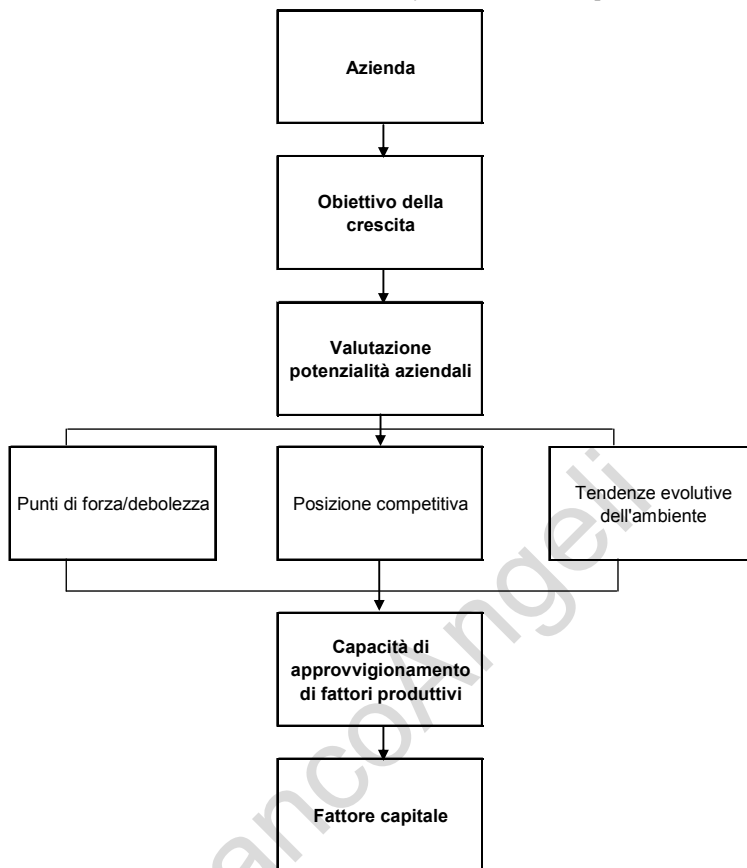
<sup>8</sup> C. Dematté (2001), "Modello di gestione e ciclo di vita delle imprese", *Economia e Management*, 3, pp. 5 ss.; F. Gardi (1990), *Fusioni e altre combinazioni di imprese*, Egea, Milano, 1990, p. 4.

<sup>9</sup> L. Potito (2013), *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, cit., p. 51.

<sup>10</sup> E. Giacosa, S. Guelfi (2003), *L'economia delle aziende della net economy*, Giappichelli, Torino, p. 4.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 2.2 – La relazione “crescita aziendale-richieste finanziarie” in una piccola-media impresa



Fonte: elaborazione personale

## 2.2. Le sfere di azione del percorso di crescita aziendale come stimolo alla dotazione finanziaria e viceversa

Il percorso di crescita di una piccola e media impresa è un connubio tra differenti sfere e ambiti d'azione, nei quali l'azienda agisce con l'obiettivo di crescere. Ognuno di essi ha un differente impatto sull'entità delle richieste finanziarie manifestate dall'azienda (Figura 2.3):

- a livello organizzativo: l'azienda deve possedere quelle capacità organizzative<sup>11</sup> necessarie ad affrontare le nuove circostanze che vengono a

<sup>11</sup> L. Potito (2013), *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, cit., p. 51.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

crearsi a seguito di un percorso di crescita. La dotazione di una adeguata capacità organizzativa crea un fabbisogno di risorse finanziarie: ciò è valido sia con riferimento all'approvvigionamento (e alla formazione) delle risorse umane sia alla dotazione di natura materiale necessaria affinché la capacità organizzativa possa esplicarsi;

- a livello dimensionale: in senso stretto, il fenomeno della crescita può aver luogo sia attraverso l'allargamento dei confini proprietari, sia degli orizzonti operazionali. L'allargamento dei confini proprietari si esplica mediante l'ingresso di nuovi soci oppure un nuovo apporto da parte di quelli già esistenti: ciò arreca un ingresso di risorse, finanziarie o in natura, che accrescono la ricchezza aziendale e favoriscono le potenzialità di crescita. Pertanto, l'ampliamento dei confini proprietari non accresce il ricorso a fonti di finanziamento di natura esterna, ma esso alimenta la dotazione di risorse finanziarie di origine interna. In senso più ampio, la crescita aziendale può aver luogo grazie all'ampliamento dei propri orizzonti operazionali nell'ambito del proprio settore economico o mercato, oppure diversificando le proprie attività economiche in altri settori o mercati. Ciò può generare una ripercussione su una serie di parametri tipici del business aziendale, quali il fatturato, il risultato d'esercizio, il totale degli investimenti e il numero di dipendenti. L'ampliamento degli orizzonti operazionali genera un fabbisogno di risorse, che risultano indispensabili affinché l'ampliamento dell'operatività aziendale possa concretizzarsi;
- a livello produttivo: al fine di stimolare gli obiettivi di crescita in termini produttivi, l'azienda dovrebbe migliorare il grado di efficacia ed efficienza del proprio processo produttivo, anche investendo nell'innovazione e nella ricerca. Tali investimenti, infatti, possono avere una ripercussione positiva sia sulla qualità del livello produttivo e sull'ampiezza della gamma produttiva, sia sulla riduzione dei costi produttivi<sup>12</sup>. In particolare, il livello di produttività deve essere mantenuto alto rispetto ai concorrenti, in quanto esso arrecherebbe un beneficio sul vantaggio competitivo<sup>13</sup> anche grazie alle ripercussioni sulla redditività e sulla competitività. Al contrario, una mancata o insufficiente produttività limiterebbe i benefici della crescita nel tempo, in quanto l'azienda verrebbe facilmente sorpassata dai concorrenti. Ogni forma di investimento in ambito produttivo è condizionata dalla capacità aziendale di dotarsi delle risorse finanziarie da investire, nella modalità e nelle tempistiche dettate dalla gestione;

<sup>12</sup> E. Giacosa (2012), *Mergers and Acquisitions (M&As) in the Luxury Business*, cit., p. 93.

<sup>13</sup> P. Mazzola (2002), *Produttività e crescita delle imprese*, Egea, Milano, pp. 45, 116.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

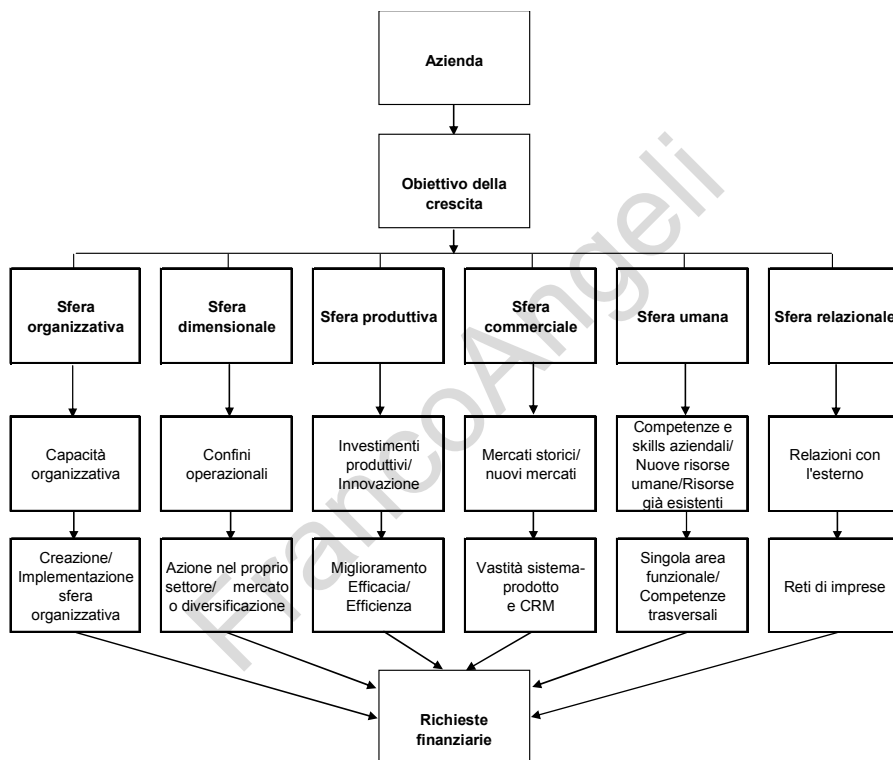
- a livello commerciale: l'azienda deve sapersi adeguare ai mutevoli cambiamenti del suo contesto esterno. Inoltre, essa deve presidiare i mercati storici e puntare ad un allargamento dei mercati di azione, sia in termini geografici sia di fasce di clientela. Il miglioramento in termini commerciali richiede uno sforzo anche finanziario, al fine di rafforzare sia la vastità e la competitività del suo sistema-prodotto, sia la gestione dei rapporti con la clientela;
- a livello umano: il fenomeno della crescita può coinvolgere anche le variabili qualitative legate alle competenze e skills aziendali, sia grazie ad un miglioramento di quelle già possedute sia attraverso l'acquisizione di nuove competenze e capacità. In particolare, tali attitudini possono avere differente natura, poiché il processo di crescita è integrale, ossia coinvolge ogni funzione aziendale, seppur con differenti ruoli tra le stesse. Queste attitudini possono essere funzionali, ossia avere un confine d'azione circoscritto ad una precisa funzione aziendale, oppure trasversali, ossia essere impieghiabili su più aree funzionali. In tale contesto, il fattore produttivo capitale amplifica le opportunità dell'azienda di dotarsi delle migliori risorse umane e di migliorare ed aggiornare le loro competenze, coinvolgendo ogni area funzionale e, all'interno di essa, ogni livello gerarchico. A causa della scarsità o inadeguatezza del fattore produttivo capitale, l'azienda rischierebbe di operare con un fattore produttivo umano inadeguato e meno produttivo. Si è detto, infatti, che il sistema azienda manifesta un marcato connubio tra la componente umana e quella capitale: se la componente umana è necessaria perché essa apporta forza lavoro, quella materiale è altresì indispensabile affinché l'attività economica possa aver luogo. Pertanto, la necessità di possedere una congrua dotazione di risorse umane genera delle richieste finanziarie: esse sono influenzate dagli obiettivi perseguiti in termini di nuove risorse umane e di preparazione di quelle già esistenti, nonché dall'ampiezza della sfera operativa nella quale le risorse umane debbono operare;
- a livello relazionale: l'azienda può optare per una intensificazione delle relazioni con l'esterno, ossia con il suo ambiente e, più specificatamente, con altre aziende. La sfera relazionale conduce alla creazione o al rafforzamento di collaborazioni tra aziende sotto la veste di "reti di imprese" o "costellazioni di imprese": le competenze e le differenti capacità si abbinano e completano, alimentando nuovi spunti creativi ed innovativi<sup>14</sup>. La

<sup>14</sup> D. Mancini (1999), *L'azienda nella "rete" di imprese*, Giuffrè, Milano, p. 61; K. Zaghi (2003), "La distribuzione nel sistema moda", *Economia & Management*, 5, p. 66.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

rete di aziende che viene a crearsi può riguardare variegata relazioni tra l'azienda ed i soggetti esterni (quali i fornitori, i grandi clienti, i distributori, i partner commerciali e, più in generale, un insieme di attori coinvolti dall'operato aziendale), dalle quali vengono attinte nuove competenze e/o opportunità. La creazione o il mantenimento dei rapporti con altri soggetti richiede un investimento in termini di tempo e denaro, senza il quale sarebbe impensabile poter godere dei suddetti benefici.

Fig. 2.3 – L'impatto congiunto delle sfere d'azione della crescita sulle richieste finanziarie in una piccola e media impresa



Fonte: elaborazione personale

Si è detto che l'ampliamento delle dimensioni aziendali non costituisce una sufficiente sfera d'azione per la crescita aziendale, in quanto essa deve efficacemente combinarsi con altri ambiti di azione di natura organizzativa, produttiva, commerciale, relazionale ed umana. Il fenomeno di crescita, infatti, deve abbracciare tutto il sistema azienda, andando a coinvolgere ogni area e tassello della sua operatività. Agire sulla sfera dimensionale, quindi,

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

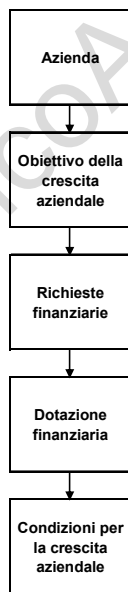
diventa indispensabile, ma non esaustivo. Il management e/o la proprietà debbono saper gestire il fenomeno della crescita in senso globale, coinvolgendo le forze umane presenti in azienda, ai vari livelli e funzioni; inoltre, essi debbono investire anche sulle relazioni esistenti tra l'azienda ed il suo ambiente esterno. È il connubio tra le suddette sfere d'azione, e non la singola sfera d'azione, a generare un certo fabbisogno di risorse finanziarie.

È stato appurato che la crescita, nelle sue varie sfere d'azione, genera delle richieste finanziarie, le quali debbono essere soddisfatte attraverso una certa dotazione finanziaria.

Di converso, soltanto un'azienda dotata della necessaria dotazione di risorse finanziarie può creare le condizioni per un percorso di crescita<sup>15</sup>, nelle sue varie sfere d'azione: una congrua dotazione di risorse finanziarie favorisce le condizioni affinché l'azienda possa conseguire uno stato di crescita (con riferimento ad uno o più oggetti di osservazione).

Ne consegue che, nell'ambito della teoria sistemica, esiste una fitta rete di relazioni tra variabili aziendali tra loro connesse, quali la crescita, da un lato, e la disponibilità di risorse finanziarie, dall'altro (Figura 2.4).

*Fig. 2.4 – La relazione di interdipendenza tra la crescita aziendale e la dotazione di risorse finanziarie*



Fonte: elaborazione personale

<sup>15</sup> U. Bertini (1991), "Strategie di sviluppo interno e forme organizzative", in A. Gozzi (a cura di), *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali*, Etas, Milano, p. 181.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

### **2.3. La crescita e lo sviluppo aziendale come impulso alla dotazione finanziaria e viceversa**

Spesso, i termini *crescita* e *sviluppo* vengono intesi come sinonimi. Ciononostante, è opportuno assegnare un significato specifico a ciascuno di essi<sup>16</sup> ed esaminare la loro influenza sulle richieste finanziarie manifestate dall'azienda. Lo “sviluppo” rappresenta un fenomeno più ampio e complesso della crescita aziendale, che va oltre l'aumento del profilo dimensionale. Esso, infatti, è volto all'aumento armonizzato e concomitante di tutto il sistema azienda, considerato nei suoi molteplici aspetti e in tutte le dimensioni aziendali (ossia quella economica, quella valoriale e quella relazionale)<sup>17</sup>. Il fenomeno dello sviluppo, quindi, deve essere analizzato riferendosi all'unitarietà del sistema azienda. A titolo esemplificativo, un incremento delle fonti di finanziamento di origine interna oppure esterna può arrecare una crescita aziendale, ma non necessariamente attivare un processo di sviluppo: a tal fine, sarebbe necessario un intervento che andasse a coinvolgere il sistema azienda in tutte le sue variabili.

Lo sviluppo interessa l'azienda nel suo complesso (ossia tutte le sue componenti, di natura materiale e immateriale) e non soltanto una parte o dimensione della stessa, mettendo in gioco sia aspetti quantitativi sia aspetti qualitativi. Pertanto, il percorso di sviluppo si articola nelle differenti sfere d'azione (dimensionale, organizzativa, produttiva, commerciale, umana e relazionale) che accomunano anche la crescita aziendale, ma coinvolge tutta l'azienda nel suo complesso.

Lo sviluppo si concretizza anche in una serie di elementi immateriali, quali il miglioramento delle competenze aziendali, del livello qualitativo del servizio erogato e dell'immagine aziendale<sup>18</sup>. L'immaterialità degli elementi intorno ai quali può generarsi lo sviluppo rappresenta, quindi, un ingrediente

<sup>16</sup> L. Azzini (1982), *Istituzioni di Economia d'Azienda*, 2<sup>a</sup> edizione, Giuffrè, Milano, p. 484; G. Catturi (2007), “Introduzione”, in AA.VV. (a cura di), *Lo sviluppo integrale delle aziende*, Giuffrè, Milano, pp. 1 ss.; Catturi G. (2009), *L'armonia della complessità. Dalla crescita allo sviluppo aziendale*, cit., p. 3; E.T. Penrose (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, New York, p. 1.

<sup>17</sup> R. Corticelli (1998), *La crescita dell'azienda. Ordine ed equilibrio nell'unità produttiva*, 2<sup>a</sup> edizione, Giuffrè, Milano, pp. 182 ss.; C. Sorci (2007), *Lo sviluppo integrale delle aziende*, Giuffrè, Milano, pp. 11 ss. Lo sviluppo viene altresì inteso come il passaggio da una posizione di minimo profitto a quella di massimo profitto, in termini compatibili rispetto a quelle forze che ostacolano tale evoluzione. A. Amaduzzi (1974), “I limiti dello sviluppo economico-aziendale”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 74 (1), p. 9; E. Giacosa (2012), *Mergers and Acquisitions (M&As) in the Luxury Business*, McGraw-Hill, Milano, pp. 91 ss.

<sup>18</sup> G. Catturi (2009), *L'armonia della complessità. Dalla crescita allo sviluppo aziendale*, cit., pp. 8 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

importante: tra questi, le capacità dell'uomo rappresentano una delle forze disponibili per favorire lo sviluppo aziendale<sup>19</sup>. Per tale ragione, lo sviluppo deve possedere un suo connotato sociale, ossia essere rispettoso dell'uomo, sia nella sua veste di lavoratore all'interno dell'azienda, sia di consumatore, creando un vantaggio sia per l'individuo sia per l'azienda<sup>20</sup>.

La rilevanza dello sviluppo viene, altresì, ribadita quando esso viene inteso come la quarta dimensione dei risultati dell'azienda, insieme ed in relazione ai risultati economico-finanziari, ai risultati competitivi, ai risultati sociali. Pertanto, lo sviluppo diventa un elemento indispensabile per «leggere la dinamica dei risultati economico-finanziari, dei risultati competitivi e dei risultati sociali». Rappresentando la dimensione dei risultati aziendali, lo sviluppo deve essere inteso sia in senso quantitativo sia qualitativo: in termini quantitativi, lo sviluppo arreca una variazione delle dimensioni aziendali (quali quella operativa e strutturale); in termini qualitativi, lo sviluppo implica la crescita dell'azienda e della sua forza lavoro sotto il profilo della professionalità, dell'efficienza, dell'innovazione, della velocità e della flessibilità di adattamento dell'azienda alle mutevoli circostanze del mercato<sup>21</sup>.

La letteratura ha poi focalizzato le differenze tra i fenomeni di crescita e di sviluppo aziendale. In linea generale, se la crescita è apprezzabile sotto il profilo quantitativo e concerne specifiche dimensioni aziendali, al contrario lo sviluppo è un fenomeno di natura sia quantitativa sia qualitativa che riguarda la complessità del sistema azienda<sup>22</sup>. Ne deriva che, mentre il fenomeno della crescita è un fenomeno riferibile a specifiche categorie di stakeholder, lo sviluppo è di interesse di molteplici tipologie di stakeholder. Si pensi alla crescita misurata con l'andamento azionario: questo fenomeno è di interesse della proprietà e dei manager, se questi ultimi sono incentivati da forme di pagamenti basati su azioni; al contrario, esso non necessariamente va a beneficio di tutte le categorie di stakeholder.

Nonostante le suddette differenze, è possibile identificare una interrelazione tra il fenomeno della crescita e quello dello sviluppo, seppur non sia delineabile una corrispondenza biunivoca tra gli stessi. Se dallo sviluppo dell'azienda deriva certamente la crescita di una o più delle sue grandezze dimensionali, ossia lo sviluppo armonioso del sistema azienda rappresenta una premessa per la sua crescita futura, non è sempre possibile affermare il

<sup>19</sup> M. De Sarno (1973), "Gestione del mutamento e sviluppo organizzativo nella moderna azienda alberghiera", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 73 (11), pp. 363-367.

<sup>20</sup> R. Corticelli (2000), "L'azienda tra possibilità, condizioni e aspettative", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 11-12, p. 632.

<sup>21</sup> V. Coda (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, pp. 4 ss.

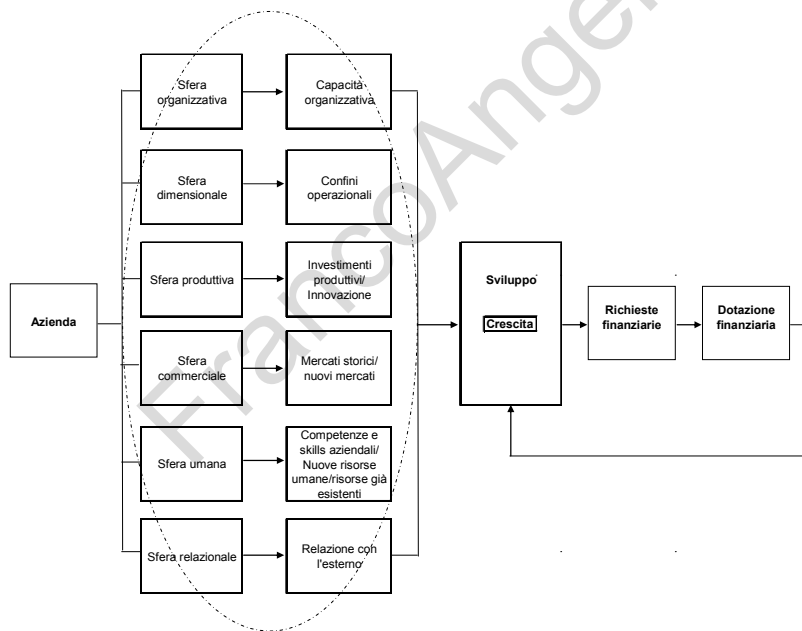
<sup>22</sup> G. Catturi (2009), *L'armonia della complessità. Dalla crescita allo sviluppo aziendale*, cit., p. 17.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

contrario. Infatti, la crescita di un elemento dimensionale può addirittura ostacolare lo sviluppo dell'azienda, se essa non si mostra coordinata e sincrona rispetto alle altre dimensioni di quel sistema. Inoltre, la crescita può interessare anche solo un elemento o parametro del sistema azienda; al contrario, lo sviluppo, se è armonioso, coinvolge tutte le dimensioni aziendali. Come ultimo, se, da un lato, la crescita non rappresenta una condizione sufficiente per raggiungere lo sviluppo aziendale, dall'altro essa potrebbe non essere necessaria per ottenere lo sviluppo<sup>23</sup>.

Seppur con le loro differenziazioni, la crescita e lo sviluppo nelle piccole e medie imprese sono, altresì, accomunati dal fatto di influenzare le esigenze aziendali in termini finanziari e, a cascata, il ricorso ai mezzi di terzi. Di converso, come precedentemente illustrato per la crescita aziendale, anche lo sviluppo è condizionato dalla dotazione di risorse finanziarie, che impatta sulle condizioni entro le quali lo sviluppo si concretizza (Figura 2.5).

Fig. 2.11 – La relazione di interdipendenza tra la crescita/sviluppo aziendale e la dotazione di risorse finanziarie



Fonte: elaborazione personale

<sup>23</sup> A. Ceccherelli (1923), *Introduzione allo studio della ragioneria generale*, cit., pp. 106 ss.; G. Corbetta (1995), *Le aziende familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, Egea, Milano, p. 71; F. Giaccari (2003), *Le aggregazioni aziendali*, Cacucci, Bari, p. 27; E.T. Penrose (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, New York.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Anche osservando e distinguendo la crescita dallo sviluppo, la teoria sistemica impone di osservare il sistema azienda come l'insieme di una serie di componenti reciprocamente concatenate tra loro da una fitta rete di relazioni<sup>24</sup>. Ne consegue che la modificazione di una di essa si riflette sulle altre, e l'azienda si qualifica anche per le relazioni esistenti tra le sue componenti.

Nel proseguo del lavoro, l'orizzonte di osservazione viene ampliato. In particolare, vengono approfondite le reti di relazione tra una serie di variabili economico-aziendali che caratterizzano il sistema azienda. Ciò permette di verificare, da un lato, quali variabili del sistema influenzino le richieste finanziarie, dall'altro, quali relazioni sussistano tra le suddette variabili non spiegabili attraverso semplici relazioni di causa-effetto.

FrancoAngeli

<sup>24</sup> G. Farneti (2007), *Economia d'Azienda*, FrancoAngeli, Milano, pp. 3 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

### 3. IL FABBISOGNO FINANZIARIO DELL'IMPRESA E IL SUO SODDISFACIMENTO

#### **3.1. Il fattore capitale quale elemento di risposta al fabbisogno finanziario**

L'obiettivo del capitolo è quello di individuare il complesso organico di variabili, interrelate tra loro e differenti dalla crescita aziendale, che possono influenzare la durata e la variabilità del fabbisogno di risorse finanziarie. Tale analisi è utile a comprendere come il fabbisogno di risorse possa influenzare il ricorso ai mezzi di terzi.

Tale disamina va contestualizzata all'azienda intesa come un sistema. La caratteristica di unità dell'azienda è derivante dall'interrelazione tra gli elementi che la compongono, e che operano verso un fine comune che è quello dell'azienda<sup>1</sup>. Per sua natura sistemica, le componenti dell'azienda sono reciprocamente concatenate tra loro da una fitta rete di relazioni, tanto che la modificazione di una di essa si riflette sulle altre<sup>2</sup>. Pertanto, l'azienda si qualifica non soltanto per gli elementi che la compongono, ma anche per le relazioni esistenti che gli stessi<sup>3</sup>. Ne consegue che, se viene meno tale coordinazione tra le sue parti componenti, non c'è più l'azienda<sup>4</sup>.

La scienza dell'Economia Aziendale apre la *black box* (scatola nera) a cui viene paragonata l'azienda, al fine di investigarne e interpretarne le logiche di funzionamento, nella consapevolezza della sua unicità a sistema, dinamicità e

<sup>1</sup> S. Sarcone (1997), *L'azienda*, Giuffrè, Milano, p. 54; E. Viganò (a cura di) (1997), *Azienda. Primi contributi di una ricerca sistematica per un rinnovato concetto generale*, Cedam, Padova, pp. 34 ss.

<sup>2</sup> G. Farneti (2007), *Economia d'Azienda*, FrancoAngeli, Milano, p. 3.

<sup>3</sup> F. Favotto (2001), *Economia aziendale*, McGraw-Hill, Milano, p. 4.

<sup>4</sup> E. Viganò (1996), *L'economia aziendale e la ragioneria*, Cedam, Padova, p. 25.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

complessità<sup>5</sup>. Allo stesso tempo, anche l'analisi dei fabbisogni di risorse finanziarie deve tenere in considerazione l'azienda nella sua unicità di sistema.

Ne consegue la necessità di privilegiare l'aspetto sistemico dell'azienda, focalizzando l'attenzione sulla coordinazione dei fenomeni che in essa si manifestano e sulla dinamicità dei processi economici che l'azienda pone in essere<sup>6</sup>. Ciò è confermato dalla proprietà "olistica" dei sistemi<sup>7</sup>, secondo la quale l'azienda diventa inscindibile nei suoi componenti. Ne deriva che l'azienda, intesa come un sistema "interconnesso variamente perturbato", manifesta una serie di caratteristiche complessive che risultano differenti da quelle delle singole parti che la compongono<sup>8</sup>. In altri termini, l'azienda, considerata come entità in funzionamento e intesa come un sistema complesso, è un aggregato di elementi che la compongono<sup>9</sup>.

Operativamente, al fine di individuare le determinanti del fabbisogno di risorse finanziarie, non ci si dovrà soffermare su una serie di semplici tecnicismi da applicare alle attività ed ai processi posti in essere dall'azienda. Al contrario, l'identificazione delle suddette determinanti sarà un esercizio di interpretazione della vita reale dell'azienda<sup>10</sup>, tutt'altro che astratta. Sarebbe, infatti, riduttivo, voler delineare una serie di semplici relazioni causa-effetto tra due variabili, l'una indipendente e l'altra dipendente (quest'ultima rappresentata dal peso dei mezzi di terzi). Al contrario, l'azienda è un complesso sistema tra più elementi, interdipendenti tra loro, non spiegabili in termini di semplici relazioni causa-effetto.

Soltanto uno sforzo di comprensione delle complesse relazioni esistenti tra le componenti del sistema azienda può essere in sintonia con i principi di funzionamento che lo caratterizzano<sup>11</sup>: l'«unitarietà pur nella sua molteplicità» e la «permanenza nella sua mutabilità» (illustrati nel primo capitolo) hanno una ripercussione anche sul fabbisogno di risorse finanziarie.

Il primo principio (l'«unitarietà pur nella sua molteplicità») intende l'azienda come un sistema unitario i cui componenti sono complementari, connessi e interdipendenti gli uni agli altri, pur nella sua molteplicità:

<sup>5</sup> A. Tessitore (2006), "Documenti predisposti a supporto del gruppo di lavoro sulla cultura aziendale", in AA.VV., *Appunti per un dibattito sulla cultura aziendale*, Sidrea, Firenze, p. 19.

<sup>6</sup> R. Fiume (2004), *Lorenzo De Minico. Maestro della scuola napoletana*, Giappichelli, Torino, p. 22; E. Giacosa (2012), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, Giappichelli, Torino, pp. 21 ss.

<sup>7</sup> G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, p. 6; G. Melis (2001), *Elementi di Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, p. 35.

<sup>8</sup> G. Zappa (1946), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 13.

<sup>9</sup> G. Ferrero (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, pp. 5 ss.

<sup>10</sup> F. Cescon, A. Garlatti (a cura di) (2005), *Economia aziendale. Casi e studi*, Cedam, Padova, p. VII.

<sup>11</sup> G. Zappa (1946), *Il reddito d'impresa*, cit., p. 12; P. Onida (1971), *Economia d'azienda*, Utet, Torino, p. 4; E. Giacosa (2012), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., p. 31.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

L'attività aziendale diventa, quindi, l'insieme di fatti di gestione tra loro collegati, che conferiscono all'azienda un connotato di unità. Se ogni fatto di gestione va collocato nell'ambito del sistema azienda<sup>12</sup>, anche le varie determinanti che influenzano un particolare aspetto della gestione (ossia il fabbisogno di risorse finanziarie) debbono essere osservate nell'ambito di una relazione di interdipendenza tra loro, senza per forza ricercare un rapporto di causa-effetto ad unica direzione.

Il secondo principio (la «permanenza nella sua mutabilità»), che puntualizza la permanenza del sistema azienda nonostante la mutabilità delle sue variabili interne e del contesto che la circonda, ha un effetto sul fabbisogno di risorse finanziarie. L'osservazione dello stesso deve, infatti, avvenire nell'ottica di un fabbisogno di risorse finanziarie mutevole nel tempo, a causa di forze interne ed esterne all'azienda. Nonostante la mutevolezza delle esigenze manifestate e del contesto di riferimento, le relazioni tra le parti e gli elementi che compongono l'azienda permangono in modo continuo nel tempo, pur sempre in una logica dinamica.

Fermo restando una logica sistemica, l'azienda deve, altresì, essere osservata con riferimento all'ambiente nel quale è inserita. È nel suo ambiente che l'azienda manifesta un determinato fabbisogno: pertanto, emerge il ruolo dell'ambiente circostante ogni qualvolta essa si trovi a riversare all'esterno una serie di richieste, tra le quali quelle di natura finanziaria<sup>13</sup>.

Nell'ottica di approvvigionarsi dall'esterno delle suddette risorse finanziarie, l'azienda interagisce con il suo ambiente<sup>14</sup> di riferimento nel rispetto di

<sup>12</sup> P. Onida (1971), *Economia d'azienda*, cit., p. 5.

<sup>13</sup> G. Catturi (2009), *L'armonia della complessità dalla crescita allo sviluppo aziendale*, Cedam, Padova, p. 14.

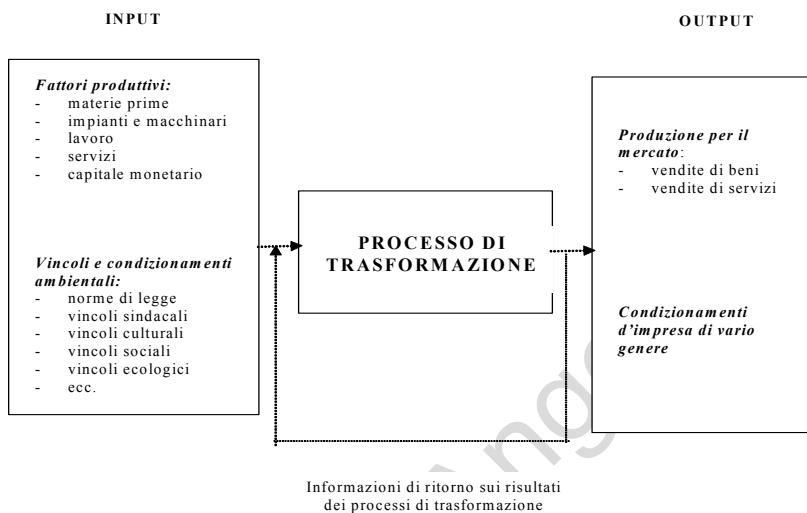
<sup>14</sup> L'ambiente generale è rappresentato dal quadro di riferimento nel quale l'azienda trae le sue condizioni di vita e di esistenza. In un'ottica di prima approssimazione, tale ambiente generale può essere identificato con il Paese o i Paesi nei quali è ubicata la sede dell'azienda e dove essa opera. Ciononostante, nell'ambito di un'indagine più approfondita, è necessario intendere l'ambiente generale in senso allargato, in quanto la libertà di azione di un'azienda può essere influenzata sia da organismi comunitari operanti su una scala territoriale più ampia sia da soggetti economici la cui attività influenza un mercato di sbocco più allargato. B. Campedelli (1998), *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 12; G. Donna (1992), *L'impresa competitiva. Un approccio sistemico*, Giuffrè, Milano, p. 13. L'ambiente generale crea un impatto significativo sulla struttura, nonché sulla dinamica aziendale, in quanto esso può vincolare, stimolare ed indirizzare in modo apprezzabile la libertà di scelta dell'azienda. G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *Economia aziendale*, il Mulino, Bologna, 1994, p. 250; G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda, *Corso di Economia aziendale*, il Mulino, Bologna, 2005, p. 308.

Oltre ad un ambiente generale, la disponibilità di risorse finanziarie provenienti dall'esterno può essere influenzata dal suo ambiente specifico, il quale costituisce quell'ambito più limitato che maggiormente impatta sull'attività aziendale (E. Cavalieri, F. Ranalli, 1995, *Appunti di economia aziendale*, Kappa, Roma, p. 41; G. Ferrero, 1987, *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, p. 146; F. Giunta, 2008, *Economia aziendale*, Cedam, Padova, pp. 24 ss.) e nel quale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

un modello "input-output"<sup>15</sup>. L'azienda attinge dall'esterno una serie di input che, attraverso un processo di trasformazione economica, perdono la loro utilità; vengono a crearsi degli output destinati al contesto esterno, i quali incorporano una nuova utilità<sup>16</sup> (Figura 3.1).

Fig. 3.1 – Il modello "input-output"



Fonte: G. Ferrero, *Impresa e management*, cit., p. 10

l'azienda ha affermato la sua business idea (A. Quagli, 1997, "Il comportamento strategico delle piccole imprese", in L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale, Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, p. 198). È con l'ambiente specifico che l'azienda intrattiene una serie di sistematici rapporti di scambio con i fornitori, i clienti, i finanziatori, i lavoratori, i concorrenti e lo Stato. L. Brusa (1986), *Strutture organizzative d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1986, p. 11; E. Giacosa, *L'economia delle aziende di abbigliamento*, Giappichelli, Torino, 2011, pp. 39 ss.; A. Paolini (2003), "Il monitoraggio ambientale", in L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, 4<sup>a</sup> edizione, Giappichelli, Torino, p. 98.

<sup>15</sup> S. Bozzolan (2001), *Bilancio e valore*, McGraw-Hill, Milano, p. 15; V. Coda (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, pp. 2 ss.; G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., p. 10; F. Giunta (2008), *Economia aziendale*, Cedam, Padova, pp. 22 ss.; E. Giacosa (2012), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., pp. 51 ss. Il modello "input-output" viene inteso, da chi scrive, un valido strumento di osservazione delle relazioni esistenti tra l'azienda ed il suo contesto esterno. Ciononostante, esso è stato oggetto di una serie di critiche da parte di alcuni studiosi, i quali hanno evidenziato una serie di limitazioni dello stesso. Nello specifico, la fase di creazione dell'azienda viene intesa come un insieme di operazioni che avvengono in modo cronologico; nella realtà aziendale, però, tale successione temporale non è sempre di facile articolazione. Inoltre, il modello si focalizza sull'atto di creazione della nuova realtà aziendale, senza dare molta enfasi alla capacità della stessa di operare come una realtà di successo nel tempo. F. Giunta (1993), *La creazione di nuove imprese*, Cedam, Padova, p. 46.

<sup>16</sup> G. Farneti (2007), *Economia d'Azienda*, cit., p. 2.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

I suddetti input possono essere classificati nelle seguenti tipologie<sup>17</sup>:

- fattori produttivi: sono i fattori attinti dall'esterno che vengono impiegati nel processo produttivo, influenzando le condizioni di produzione. Tali input possono essere, in prima battuta, classificati in due ampie categorie<sup>18</sup>: le risorse finanziarie (ossia il capitale finanziario) e le risorse non finanziarie (come le materie prime, i servizi, le conoscenze tecnologiche, le macchine e le risorse umane). Un'indagine più attenta dovrebbe includere tra i fattori produttivi anche le caratteristiche, i sistemi di valore e le attitudini dell'imprenditore o del management nel saper individuare la giusta combinazione tra gli altri fattori produttivi nell'ambito del processo di trasformazione<sup>19</sup>. I fattori produttivi, globalmente considerati, rappresentano gli elementi caratteristici della struttura tecnica ed organizzativa dell'azienda<sup>20</sup>, di natura materiale, immateriale e finanziaria;
- vincoli e condizionamenti: tali input possono comportare sia delle opportunità per l'operato aziendale, sia dei vincoli che limitano la libertà di azione dell'azienda<sup>21</sup>.

Con particolare riferimento ai fattori produttivi compresi negli input, di seguito l'attenzione viene rivolta al fattore capitale di natura finanziaria (di seguito, "capitale") e al suo fabbisogno.

Il fabbisogno di capitale non ha determinazione autonoma e indipendente: infatti, esso viene influenzato dal fabbisogno degli altri fattori produttivi impiegati dall'azienda; il loro approvvigionamento, infatti, richiede la disponibilità del fattore capitale. A sua volta, quest'ultimo influenza la disponibilità degli altri fattori produttivi, sia in termini quantitativi sia qualitativi, tanto che la determinazione dei piani e dei programmi operativi deve adeguarsi alla disponibilità del fattore capitale convenientemente accessibile<sup>22</sup>.

<sup>17</sup> G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., p. 11 ss.

<sup>18</sup> A. Paolini (2003), "Il monitoraggio ambientale", in L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, cit., p. 129.

<sup>19</sup> G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda (2005), *Corso di Economia aziendale*, cit., p. 23; G. Catturi (1984), *Lezioni di economia aziendale*, Vol. I, Cedam, Padova, p. 225; F. Giunta (1993), *La creazione di nuove imprese*, cit., pp. 49 ss.

<sup>20</sup> R. Ferraris Franceschi (1995), *L'azienda: forme, aspetti, caratteri e criteri discriminanti*, Kappa, Roma, p. 26.

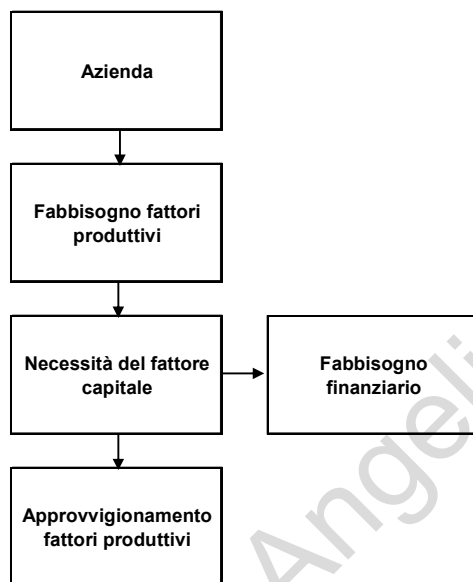
<sup>21</sup> R. Corticelli (1979), *La crescita dell'azienda: armonie e disarmonie di gestione*, Giuffrè, Milano, p. 30; G. Di Stefano (1998), "La composizione delle forze interne ed esterne", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 426; G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., p. 127.

<sup>22</sup> G. Ferrero (1981), *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, p. 16.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

In altri termini, il fattore capitale costituisce il “lubrificante”<sup>23</sup> nell'ambito dell'attività economica dell'impresa (Figura 3.2).

Fig. 3.2 – L'interdipendenza tra fattore capitale e altri fattori produttivi



Fonte: elaborazione personale

Il fattore capitale è caratterizzato da una serie di peculiarità, che influenzano il grado di efficienza nel suo utilizzo. In primo luogo, esso deve essere disponibile al momento della manifestazione delle necessità aziendali, indipendentemente dall'origine interna oppure esterna: soltanto in questo modo, gli impegni finanziari possono essere soddisfatti in modo tempestivo. In secondo luogo, gli elementi che lo rappresentano (ossia le varie tipologie e strumenti scelti dall'azienda per la composizione del suo capitale) debbono essere coordinati tra loro nel rispetto dell'unitarietà del sistema azienda: in tal modo, il vantaggio economico di ognuno di essi viene indirizzato verso il raggiungimento dei fini aziendali e non è finalizzato ad un obiettivo specifico. Come ultimo, è necessario che gli elementi che compongono il fattore capitale siano dotati di una sufficiente elasticità sia in termini qualitativi sia quantitativi, affinché essi possano adattarsi alla dinamicità del sistema azienda<sup>24</sup>.

<sup>23</sup> U. Bertini (1977), *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Seu, Pisa, pp. 35 ss.

<sup>24</sup> M. De Sarno (1992), *Gli equilibri d'impresa nei loro diversi riflessi contabili*, Cedam, Padova, pp. 7 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Nell'ambito del sistema azienda, il fattore capitale può essere osservato secondo una duplice visione:

- sia in termini di fabbisogno: esso rappresenta l'insieme dei mezzi finanziari richiesti dall'azienda per soddisfare le proprie esigenze di gestione;
- sia in termini di disponibilità: esso rappresenta l'insieme dei mezzi finanziari sui quali l'azienda può fare affidamento per rispondere alle proprie esigenze di gestione.

Di seguito, il fattore capitale viene esaminato con riferimento alla prima ottica di osservazione.

### **3.2. Il fabbisogno finanziario del sistema azienda**

La definizione del fabbisogno finanziario del sistema azienda è utile per comprendere il nesso esistente tra il suddetto fabbisogno e il ricorso ai mezzi di terzi.

Si è detto che l'azienda rappresenta un sistema, costituito dall'elemento umano e da quello capitale. È il connubio tra la componente umana e quella materiale a rendere possibile lo svolgimento dell'attività economica. Affinché la suddetta attività economica possa essere espletata, è necessaria una opportuna dotazione in chiave umana e materiale.

Con particolare riferimento alla componente materiale e, nello specifico, a quella di natura finanziaria, è compito dell'area finanza quello di reperire e trattenere i mezzi finanziari necessari per l'effettuazione degli investimenti immobilizzati e di breve termine. In aggiunta, l'area finanza si occupa della gestione delle eccedenze di liquidità, che derivano dallo sfasamento temporale tra incassi dei crediti e pagamenti dei debiti; inoltre, essa deve rendere disponibile una liquidità considerata di riserva da utilizzare in concomitanza delle differenti e imprevedute esigenze che possono manifestarsi durante il normale svolgimento della gestione<sup>25</sup>.

Nell'ambito della gestione finanziaria, il ciclo attivo e quello passivo vengono esaminati e gestiti in chiave finanziaria e considerati nel breve, medio e lungo periodo. L'ottica è quella di governare i movimenti finanzia-

<sup>25</sup> G. Brunetti (1977), "Gestione delle risorse finanziarie", in AA.VV., *Crisi di impresa e sistemi di direzione*, Etas Libri, Milano, pp. 70 ss.; A. Nobolo (1983), *Variabile fiscale e gestione finanziaria in tempi di inflazione*, Giuffrè, Milano, p. 68; A. Pavan (2008), *L'amministrazione economica delle aziende*, Giuffrè, Milano, p. 201; P. Pisoni, L. Puddu (1996), "La finanza", in AA.VV., *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, pp. 202 ss.; F. Poddighe (1984), *L'azienda nella fase istituzionale*, Corsi, Pisa, p. 86.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

ri che vengono a manifestarsi durante lo svolgimento della gestione, a seguito delle combinazioni produttive legate all'attività aziendale e dell'influenza dell'ambiente circostante. Inoltre, l'azienda deve poter fronteggiare ogni esigenza finanziaria sia di raccolta sia di concessione di liquidità. Ciò deve avvenire rispettando le scelte in termini di investimenti futuri<sup>26</sup>, anche nell'ottica del raggiungimento dell'obiettivo di redditività perseguito<sup>27</sup>.

Nell'ambito della disamina della problematica finanziaria, diventa di fondamentale rilevanza definire il cosiddetto "fabbisogno finanziario" della gestione. In tal modo, esso può essere messo in relazione con il ricorso delle differenti forme di finanziamento (tra le quali, quelle di origine esterna).

La letteratura ha fornito una serie di definizioni del fabbisogno finanziario e si è lungamente concentrata sulla sua quantificazione. Nell'ambito di tali studi, esso è stato definito come il complesso dei mezzi finanziari di cui l'azienda ha necessità affinché vengano soddisfatte le esigenze della gestione, ossia le attività possano esplicarsi<sup>28</sup>. In prima approssimazione, quindi, il fabbisogno finanziario rappresenta il totale degli impieghi che l'azienda ha in atto, il quale necessita di una serie di fonti di finanziamento affinché esso possa essere fronteggiato<sup>29</sup>. In altri termini, se si considera

<sup>26</sup> U. Bertini (1990), *Il sistema azienda. Schemi di analisi*, Giappichelli, Torino, p. 43; P.E. Cassandro (1950), *L'incidenza dei fattori produttivi a lungo termine sul risultato economico di periodo delle imprese*, Cacucci, Bari, p. 16; S. Ferri (2007), "Il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento", in M. Galeotti (a cura di), *La finanza nel governo dell'azienda*, Apogeo, Milano, pp. 94 ss.

<sup>27</sup> D.M. Salvioni (1983), *Il controllo finanziario della gestione*, Giuffrè, Milano, pp. 5 ss.; L. Olivetto (1987), *La dinamica finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, p. 11.

<sup>28</sup> A. Amaduzzi (1986), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, p. 116; V. Antonelli (2001), *Andamenti e valori nel sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, p. 182; T. Bianchi (1975), "La finanza aziendale", in E. Ardemani (a cura di), *Manuale di Amministrazione Aziendale*, Isedi, Milano, pp. 1 ss.; B. Campedelli (1998), *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 125; G. Ferrero (1972), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, pp. 117 ss.; F. Giunta (2008), *Economia aziendale*, Cedam, Padova, p. 270; L. Marchi, S. Marasca (1998), "Il sistema delle operazioni e la dinamica dei processi", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 68; P. Onida (1960), *Economia d'Azienda*, Utet, Torino, pp. 366 ss.

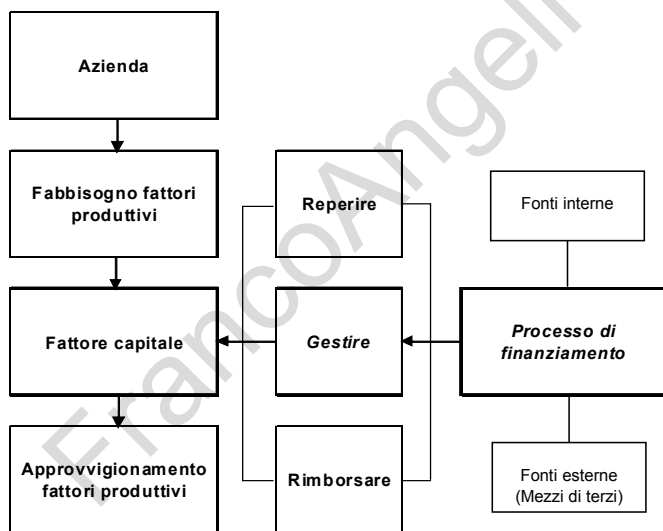
<sup>29</sup> Più precisamente, tale fabbisogno finanziario è stato altresì definito «fabbisogno lordo di finanziamento», formato dal totale degli impieghi intesi come investimenti in produzione venduta, investimenti in attesa di realizzo o rimborsi di liquidità, riferiti ad un certo lasso temporale (e non ad un particolare istante della vita aziendale). S. Bianchi Martini, A. Quagli (1998), "I processi di finanziamento", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, 2ª edizione, Giappichelli, Torino, pp. 117 ss. Secondo un'altra impostazione, l'azienda abbisogna di mezzi monetari per soddisfare le esigenze di gestione, manifestando un «flusso monetario complessivo». Esso viene soddisfatto in parte con il capitale proprio, in parte con i debiti di regolamento e, per la restante parte (che rappresenta il «fabbisogno finanziario») con forme di debito. G. Airolti, G. Brunetti, V. Coda (1994),

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

un'ottica globale (ossia non privilegiando in termini univoci il singolo impiego con la singola fonte di finanziamento), il fabbisogno finanziario è l'insieme degli investimenti che trova copertura nell'insieme delle fonti<sup>30</sup>.

Dopo aver definito il fabbisogno finanziario, la letteratura si è concentrata sul cosiddetto «processo di finanziamento»<sup>31</sup>: esso è stato definito come l'insieme di attività finalizzate a reperire, gestire e rimborsare quei finanziamenti che, quantitativamente e qualitativamente, risultino necessari al soddisfacimento del fabbisogno finanziario. Tale processo diventa un ciclo continuo costituito da differenti momenti aventi per oggetto la risorsa finanziaria: la scelta delle forme di finanziamento (di origine interna ed esterna), la disponibilità delle stesse, l'impiego delle risorse finanziarie nell'ambito dell'attività economica d'impresa, ed il successivo rimborso delle suddette risorse finanziarie al soggetto che le ha rese disponibili (Figura 3.3).

Fig. 3.3 – Il processo di finanziamento del fattore capitale



Fonte: elaborazione personale

*Economia aziendale*, il Mulino, Bologna, p. 137; E. Giacosa (2012), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., pp. 139 ss.

<sup>30</sup> C. Teodori (2008), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, p. 41.

<sup>31</sup> S. Bianchi Martini, A. Quagli (1988), "I processi di finanziamento", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, cit., p. 123; L. Marchi, S. Marasca (1998), "Il sistema delle operazioni e la dinamica dei processi", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, cit., p. 21.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Sarebbe oltremodo fuorviante, secondo l'opinione di chi scrive, affidare al processo di finanziamento esclusivamente il compito di fornire al sistema azienda le risorse finanziarie per fronteggiare il proprio fabbisogno finanziario. Infatti, è necessario che la disponibilità di tali risorse finanziarie sia caratterizzata da modalità, tempistiche e condizioni economiche compatibili con le auspicabili condizioni di economicità. In altri termini, come verrà successivamente illustrato, il soddisfacimento del fabbisogno finanziario deve avvenire nell'ottica di una «economica liquidità»<sup>32</sup>.

Nell'ambito del suddetto processo di finanziamento di una piccola e media impresa, di seguito viene definito il fabbisogno finanziario, in termini quantitativi e qualitativi; inoltre, viene delineato un approccio per l'appagamento del suddetto fabbisogno finanziario. Nel capitolo successivo, viene esaminato il binomio fonti-impieghi, collegato al manifestarsi del fabbisogno finanziario dell'azienda.

La successiva trattazione segue la seguente articolazione:

- il fabbisogno finanziario in ottica quantitativa;
- il fabbisogno finanziario in ottica qualitativa;
- un approccio per l'appagamento del fabbisogno finanziario.

### *3.2.1. Il fabbisogno finanziario in ottica quantitativa e le sue variabili di influenza*

La quantificazione del fabbisogno finanziario manifestato dall'azienda è indispensabile al fine di “pesare” il nesso esistente tra il suddetto fabbisogno ed il ricorso ai mezzi di terzi. Inoltre, essa permette di individuare le variabili che maggiormente lo influenzano, nell'ambito di una logica sistemica con la quale l'azienda viene osservata.

In termini quantitativi, l'azienda deve determinare l'entità del suo fabbisogno finanziario in relazione alle scelte di investimento, in quanto tale fabbisogno ha una ripercussione sul ricorso ai mezzi di terzi.

L'identificazione del fabbisogno finanziario è volta a favorire l'esecuzione dell'attività aziendale; pertanto, essa richiede una valutazione secondo un'ottica prospettica<sup>33</sup> e non soltanto attuale, anche in virtù della di-

<sup>32</sup> G. Ferrero (1981), *Finanza aziendale*, cit., pp. 43 ss.

<sup>33</sup> S. Bianchi Martini, A. Quagli (1998), “I processi di finanziamento”, in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, cit., pp. 117 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

namicità del sistema azienda<sup>34</sup>. In chiave attuale, il fabbisogno finanziario è rappresentato dall'entità delle attività, intese come il capitale investito nel business aziendale (operativamente, esso può essere quantificato come il valore degli investimenti in attesa di realizzo e del denaro esistente nel momento dell'osservazione). In un'ottica prospettica, tale determinazione deve rispettare le strategie aziendali<sup>35</sup>: in caso contrario, l'azienda correrebbe il rischio di dover rivedere in futuro le proprie scelte strategiche, a causa di una mancanza di risorse finanziarie a disposizione. Ne consegue la necessità di una corretta attività di pianificazione finanziaria<sup>36</sup> (Figura 3.4).

<sup>34</sup> A tal proposito, si fa rimando al par. 1.2 nel quale è descritta la caratteristica di dinamicità del sistema azienda.

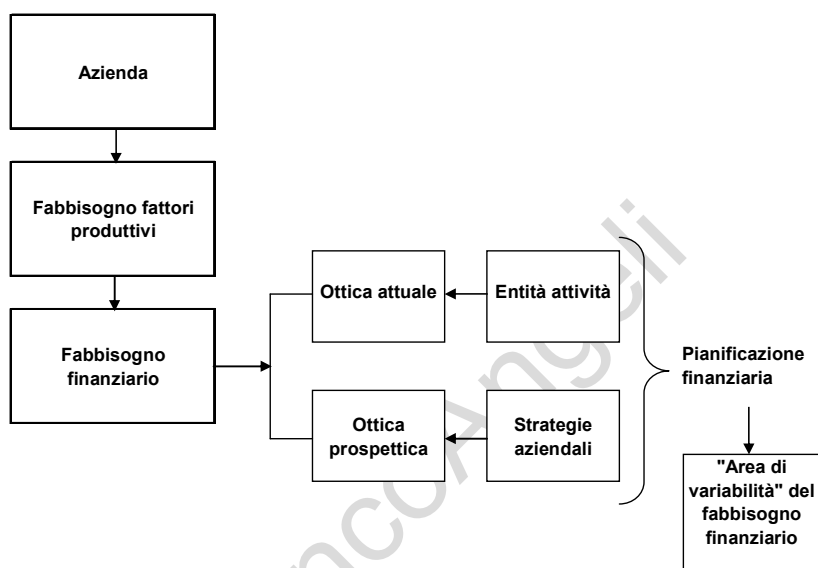
<sup>35</sup> A tal proposito, si fa rimando ad una corposa letteratura avente per oggetto le strategie aziendali, con particolare riferimento all'impatto di queste ultime sulla problematica finanziaria. I.H. Ansoff (1974), *La strategia d'impresa*, FrancoAngeli, Milano; A. Beretta Zanoni (2008), *Strategia aziendale*, Cedam, Padova; S. Bianchi Martini (2006), *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, Il Borghetto, Pisa; G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto (1999), *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano; A. Caldarelli (2003), *ABM e Benchmarking*, Giappichelli, Torino; A. Chandler (1962), *Strategy and Structure: Chapters in The History of American Industrial Enterprise*, MIT Press, Cambridge, MA; V. Coda (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino; V. Coda (1999), "La valutazione della solvibilità a breve termine", in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano; G. Corbetta (a cura di) (1999), "La gestione strategica", in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano; D. Depperu (2001), *Il processo di formazione delle strategie competitive*, Egea, Milano; G. Donna (1992), *L'impresa competitiva. Un approccio sistemico*, Giuffrè, Milano; M. Galeotti, S. Garzella (a cura di) (2013), *Governo strategico dell'azienda*, Giappichelli, Torino; S. Garzella (2006), *Il governo delle strategie*, Giappichelli, Torino; E. Giacosa (2012), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., pp. 99 ss.; G. Invernizzi (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, McGraw-Hill, Milano; G. Invernizzi (a cura di) (2008), *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano; G. Invernizzi (2011), *La strategia nelle imprese multibusiness*, McGraw-Hill, Milano; G. Invernizzi (a cura di) (2014), *La strategia competitiva*, McGraw-Hill, Milano; M. Lacchini (1988), *Strategia aziendale. Elementi di teoria*, Giappichelli, Torino; L. Marchi (1988), *Strategie di revisione aziendale*, Ipsoa Informatica; S. Vicari (1989), *Nuove dimensioni della concorrenza. Strategie nei mercati senza confini*, Egea, Milano; A. Quagli (1997), "Il comportamento strategico delle piccole imprese", in L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino; G. Pellicelli (2005), *Strategie d'impresa*, Egea, Milano; G. Pellicelli (2010), *Strategie d'impresa*, Egea, Milano; M. Saita (2005), *I fondamentali dell'economia e strategia aziendale*, Giuffrè, Milano; A. Sinatra (1988), "Da manager a imprenditore interno", in G. Invernizzi, M. Molteni, A. Sinatra, *Imprenditorialità interna: lo sviluppo di nuove attività nelle imprese*, Etas Libri, Milano.

<sup>36</sup> A. Amaduzzi (1986), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, p. 116; V. Antonelli (2011), *Andamenti e valori nel sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, p. 182; T. Bianchi (1975), "La finanza aziendale", in E. Ardemani (a cura di), *Manuale di Amministrazione Aziendale*, Isedi, Milano, pp. 1 ss.; B. Campedelli (1998), *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, cit., p. 125; E.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Data la difficoltà di stimare l'effettivo fabbisogno finanziario prospettico, diventa forse più realistico stimare un'area di variabilità entro la quale si collocherà tale fabbisogno: il limite inferiore è rappresentato da quel fabbisogno minimo necessario per il normale funzionamento dell'azienda; il cui limite massimo è costituito da quel fabbisogno volto a permettere lo sfruttamento delle potenzialità aziendali<sup>37</sup>.

Fig. 3.4 – Il fabbisogno finanziario in ottica quantitativa



Fonte: elaborazione personale

Il fabbisogno finanziario è influenzato da un complesso organico di fattori, sia di natura endogena sia esogena, che impattano sulla durata e sulla variabilità di tale fabbisogno e, di conseguenza, sull'eventuale ricorso ai mezzi di terzi. L'influenza di ciascuno di essi sul ricorso ai mezzi di terzi non deve essere vista secondo una semplice relazione di causa-effetto: ciò è dovuto al fatto che l'azienda è un sistema le cui componenti sono tra loro interrelate e connesse. Pertanto, ogni singola variabile presa in esame può

Giannessi (1969), *L'equazione del fabbisogno del finanziamento*, Corsi, Pisa, p. 30; E. Rullani (1988), "La finanza e gli investimenti", in M. Rispoli (a cura di), *L'impresa industriale. Economia, tecnologia, management*, il Mulino, Bologna, p. 540.

<sup>37</sup> A. Bandettini (1987), *Finanza aziendale. Le fonti*, Cedam, Padova, p. 27; M. Massari (1988), "Le politiche finanziarie aziendali", in L. Guatri (a cura di), *Trattato di economia delle aziende industriali*, Egea, Milano, p. 622.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

non essere indipendente da altre variabili; nell'ambito di un circuito di concatenazione tra variabili, essa può influenzare il ricorso ai mezzi di terzi. Le suddette variabili possono avere duplice natura:

a) *variabili endogene*: esse sono rappresentate dalle caratteristiche e dalle tipologie dell'attività aziendale, le quali hanno un impatto diretto sull'entità, sulla tipologia e sulla durata dei fabbisogni. Tra le principali variabili endogene, si collocano le seguenti:

- le differenti tipologie di investimenti: le differenti tipologie di investimenti influenzano il fabbisogno in termini di caratteristiche e durata dello stesso. In particolare, gli investimenti durevoli, pur nel loro persistente rinnovarsi, generano un fabbisogno finanziario di lungo periodo; al contrario, il fabbisogno finanziario generato dagli investimenti nel capitale circolante lordo risulta temporaneo nella sua connotazione temporale, fermo restando l'attitudine aziendale a liberare in modo rapido le risorse finanziarie investite;
- la dimensione aziendale in termini di fatturato: la distinzione tra aziende di piccole dimensioni e aziende di medie dimensioni può impattare sul fabbisogno finanziario. Infatti, essa può influenzare la necessità di accrescere le opportunità di business (che possono essere differenti a seconda della dimensione aziendale), comportando un differente grado di richieste finanziarie;
- l'anzianità dell'azienda: l'anzianità dell'azienda è rappresentata dal numero di anni intercorrenti dalla sua costituzione. Tale parametro potrebbe, in linea teorica, influenzare il fabbisogno finanziario: si presume, infatti, che un'azienda di recente costituzione abbia un fabbisogno finanziario superiore rispetto ad aziende più anziane, finalizzato alla crescita ed allo sviluppo. Al contrario, si può immaginare che un'azienda anziana sia già dotata di una certa struttura di investimenti e, quindi, il fabbisogno finanziario sia inferiore. In realtà, il parametro dell'anzianità dell'azienda deve essere correlato ad una serie di altre variabili: è il loro connubio a creare un impatto sul fabbisogno finanziario. Le scelte strategiche della proprietà e/o del management possono essere differenti, a seconda del caso specifico: ad esempio, un'azienda di recente costituzione potrebbe scegliere di limitare la propria azione su una nicchia di mercato, senza necessitare di grandi ed ulteriori investimenti; al contrario, un'azienda di più anziana costituzione potrebbe essere interessata da un turnaround, il quale necessita di forti investimenti, sviluppando, quindi, un marcato fabbisogno finanziario. Emerge, quindi, l'interesse a comprendere

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

come l'anzianità di un'azienda possa influenzare il suo grado di indebitamento;

- la fase del ciclo di vita dell'azienda: la fase nella quale l'azienda si colloca può influenzare il fabbisogno finanziario manifestato. Le differenti fasi si caratterizzano per una serie di fondamentali di diffuso impiego (quali il fatturato, il cash flow e il reddito), i quali possono influenzare indirettamente le necessità finanziarie dell'azienda. La fase del ciclo di vita non va confusa con l'anzianità dell'azienda, in quanto non esiste una perfetta coincidenza tra il ciclo di vita dell'azienda e la sua anzianità. Infatti, un'azienda di giovane costituzione potrebbe essere in una fase di declino, così come un'azienda più anziana potrebbe collocarsi in una fase di espansione grazie ad una corretta strategia commerciale e produttiva;
- la natura e la propensione al rischio del soggetto economico: tale fattore ha un'influenza sulle tipologie di investimenti effettuati e, a cascata, sul fabbisogno finanziario emerso;
- la relazione tra il fabbisogno finanziario e la dinamica economica dell'azienda: dal suo canto, l'andamento economico ha una ripercussione sulla sfera finanziaria, in quanto i costi e i ricavi sono collegati alla movimentazione attuale o futura del denaro e ogni scelta di natura economica ha una ripercussione diretta sulle esigenze finanziarie. In particolare, l'entità del fabbisogno finanziario viene influenzata dallo sfasamento temporale tra le entrate e le uscite finanziarie, le quali sono collegate al sostenimento dei costi e dei ricavi. Generalmente, i costi (ai quali corrispondono le uscite finanziarie) vengono sostenuti, in larga misura, prima dell'ottenimento dei ricavi (ai quali corrispondono le entrate finanziarie). In altri termini, le risorse finanziarie investite nel processo produttivo, solo successivamente, riemergono per effetto del fatturato. Se il flusso delle entrate collegate ai ricavi d'esercizio non copre interamente il flusso delle uscite legate ai costi d'esercizio, ne deriva la necessità di ricorrere ad ulteriori fonti di finanziamento. In aggiunta, il perdurare delle perdite d'esercizio può danneggiare la solidità finanziaria e, inoltre, anche limitare la possibilità di ottenere il credito di fornitura.

Dall'altro, la gestione finanziaria crea un effetto sulla dinamica economica a causa degli oneri finanziari; inoltre, le difficoltà finanziarie legate ad un'insufficiente liquidità limitano le scelte economiche, ostacolando la normale gestione aziendale. Come ultimo, il grado di attenzione richiesto dalla gestione del fabbisogno finanziario può sottrarre l'attenzione della proprietà e del management nei confronti

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

dell'equazione economica: spesso, la mentalità finanziaria potrebbe prendere il sopravvento<sup>38</sup>. Anche una sopravvalutazione del fabbisogno finanziario può impattare negativamente sulla situazione economica: disporre di fonti di finanziamento senza averne programmato l'utilizzo può condurre a scelte errate in termini di investimento; l'onerosità delle stesse (se di natura esterna) oppure il grado di aspettativa degli shareholders in termini di remunerazione (se di natura interna) possono influenzare negativamente le scelte aziendali. Ne consegue che i problemi finanziari danno vita ad altrettanti problemi economici e viceversa: essi vengono distinti per astrazione, ma, nella realtà, essi sono strettamente connessi.

Ogni scelta di natura finanziaria deve, pertanto, essere compatibile con una equilibrata situazione economica, affinché gli obiettivi di liquidità non vadano a scapito di quelli di redditività della gestione e si eviti una liquidità a tutti i costi<sup>39</sup>. Il giudizio sulla situazione finanziaria dell'azienda deve, quindi, comprendere anche un giudizio sull'economicità delle scelte finanziarie in termini di connubio fonti-impieghi (Figura 3.5).

- b) *variabili esogene*: anche le variabili esogene, ossia collegate al contesto nel quale l'azienda opera, possono marcatamente influenzare il fabbisogno finanziario dell'azienda e, a cascata, il ricorso ai mezzi di terzi. A tal proposito, l'azienda viene posta al centro dell'analisi: partendo dalla stessa, il contesto economico-sociale nel quale essa è inserita viene analizzato<sup>40</sup>, in quanto esso ha una ripercussione sulle sue condizioni di vita e di esistenza. Tra queste, le più rappresentative possono riguardare l'andamento economico dell'ambiente generale, del suo settore e mercato; anche le scelte governative in materia di sviluppo economico possono stimolare o meno l'attività economica dell'azienda e, di conseguenza, il suo fabbisogno finanziario.

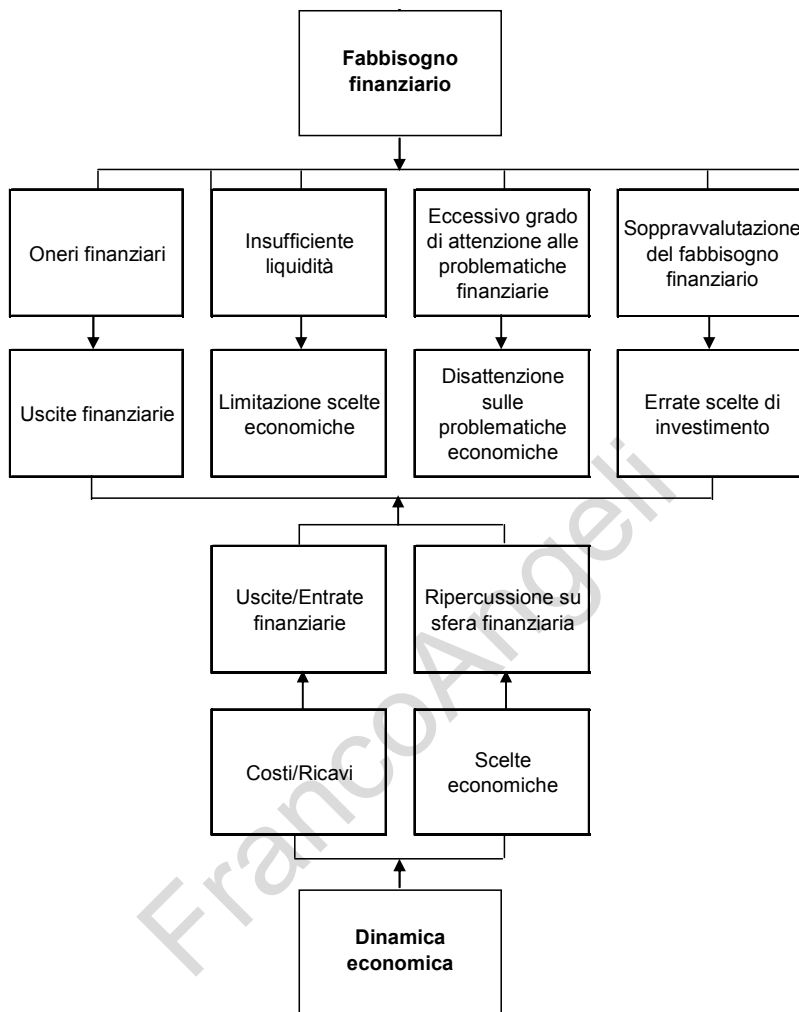
<sup>38</sup> G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 21; E. Giannessi (1969), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Colombo Corsi, Pisa, pp. 16 ss.

<sup>39</sup> G. Ferrero (1972), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, pp. 106 ss.; G. Ferrero (1981), *Finanza aziendale*, cit., pp. 16, 57.

<sup>40</sup> V. Coda (2006), "Economia aziendale: alla ricerca di punti di convergenza", in AA.VV., *Appunti per un dibattito sulla cultura aziendale*, Sidrea, Firenze, pp. 11 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 3.5 – Le relazioni tra il fabbisogno finanziario e la dinamica economica



Fonte: elaborazione personale

Si è detto che le variabili, endogene ed esogene, influenzano il fabbisogno finanziario nell'ambito di una non semplice relazione di causa-effetto. A tal proposito, occorre fare una precisazione in merito alla modalità di soddisfacimento di tale fabbisogno.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

In particolare, nell'ottica di disporre dell'entità dei finanziamenti necessari per coprire gli investimenti dettati dallo svolgimento della gestione<sup>41</sup>, il fabbisogno finanziario dell'azienda deve essere appagato al suo manifestarsi in modo immediato e continuo nel tempo: in altri termini, gli impegni finanziari debbono essere soddisfatti nei confronti dei vari soggetti senza soluzione di discontinuità<sup>42</sup>. In caso contrario, verrebbe influenzata negativamente la possibilità di condurre l'attività aziendale, anche rischiando una interruzione della stessa<sup>43</sup>. In tal senso, la soddisfazione continua ed immediata delle necessità finanziarie facilita la continuità operativa dell'azienda, esplicando in questo modo la sua funzione nel tempo<sup>44</sup>.

### 3.2.2. *Il fabbisogno finanziario in ottica qualitativa*

Un'analisi qualitativa del fabbisogno finanziario dell'azienda è indispensabile per valutare il nesso esistente tra il suddetto fabbisogno e il ricorso ai mezzi di terzi.

In termini qualitativi, l'azienda deve individuare le modalità più adatte per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario. In particolare, essa deve effettuare una scelta tra le fonti di provenienza interna e quelle di origine esterna (ossia i mezzi di terzi).

La ricerca di un profilo ottimale<sup>45</sup> del binomio fonti-impieghi in azienda ha stimolato una corposa letteratura volta a ricercare, da un lato, i fattori determinanti dell'indebitamento e, dall'altro, le modalità più corrette per il fronteggiamento delle scelte di investimento. Se, in termini semplicistici, l'azienda si trova dinanzi alla scelta tra il ricorso al capitale a pieno rischio oppure alle fonti di finanziamento di natura esterna, tale decisione ha una

<sup>41</sup> S. Bianchi Martini, A. Quagli (1998), "I processi di finanziamento", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 115.

<sup>42</sup> G. Farneti (2007), *Economia d'Azienda*, cit., p. 174.

<sup>43</sup> S. Bianchi Martini, A. Quagli (1988), "I processi di finanziamento", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, cit., p. 117; A. Paolini (1998), "Le condizioni di equilibrio aziendale", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino, p. 515.

<sup>44</sup> G. Catturi (1989), *Teorie contabili e scenari economico-aziendali*, Cedam, Padova, p. 170.

<sup>45</sup> R.A. Brealey, S.C. Myers, S. Sandri (1999), *Principi di finanza Aziendale*, 3<sup>a</sup> edizione, McGraw-Hill, Milano, pp. 449 ss.; G.M. Golinelli (1994), *Struttura e governo dell'impresa*, Cedam, Padova, pp. 93 ss.; M. La Rocca (a cura di) (2007), *Politiche finanziarie d'impresa*, Egea, Milano, pp. 3 ss.; P. Singer (2000), "Alla ricerca della struttura finanziaria ideale", *Esperienze d'impresa*, 1, pp. 145 ss.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

ripercussione non soltanto sulla sfera finanziaria, ma anche sulla dinamica patrimoniale ed economica. Inoltre, il mercato finanziario offre una serie articolata di strumenti finanziari ai quali l'azienda può fare affidamento, caratterizzati da una serie di benefici e costi di utile indagine.

Il presente lavoro non ha per oggetto l'analisi delle teorie sulla struttura finanziaria dell'azienda, ognuna delle quali si è concentrata sulla esistenza o meno di scelte di struttura finanziaria ritenute ottimali<sup>46</sup>. In aggiunta, l'analisi non prende in considerazione le relazioni esistenti tra corporate governance e struttura finanziaria<sup>47</sup> (per le quali si fa rimando ad una ricca bibliografia).

L'autore vuole intendere come "ideali" quelle modalità di soddisfacimento del fabbisogno finanziario che sappiano sviluppare i progetti aziendali in un'ottica prospettica, pur sempre nel rispetto delle condizioni di economicità perseguite. Inoltre, la struttura delle fonti di finanziamento viene intesa come una leva rilevante per presidiare il potere all'interno dell'azienda; ciò è valido anche nell'ottica dell'ottimizzazione degli interessi delle differenti tipologie di stakeholders e del superamento degli Agency Costs<sup>48</sup>. Come ultimo, è ritenuta ottimale quella struttura delle fonti

<sup>46</sup> M. Dallochio, D. Tzivelis, M.A. Vinzia, *Finanza per la crescita sostenibile*, cit.; Domenichelli O. (2013), *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: profili teorici ed empirici*, Giappichelli, Torino; P. Galbiati (1999), *La struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano; M. La Rocca (a cura di) (2007), *Politiche finanziarie d'impresa*, cit.; Garofalo G. (1987), *La struttura finanziaria: aspetti istituzionali e teorici*, La Sapienza, Roma; N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino.

<sup>47</sup> M. Dallochio, D. Tzivelis, M.A. Vinzia (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, cit.; M. La Rocca (a cura di) (2007), *Politiche finanziarie d'impresa*, cit.; La Rocca M. (2008), *Corporate governance, struttura finanziaria e valore*, Egea, Milano; V. Maggioni, L. Potito, R. Viganò (a cura di) (2009), *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, il Mulino, Bologna.

<sup>48</sup> Con riferimento alla *Agency Theory*, si fa rimando ad una ricca bibliografia. A.A. Alchiam, H. Demsetz (1972), "Production, information costs and economic organization", *The American Economic Review*, 65 (5), pp. 777 ss.; E. Fama (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, 88 (2), pp. 288 ss.; E. Fama, M. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics*, 26 (2), pp. 301 ss.; M.C. Jensen, W.H. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305 ss.; D. Levinthal (1988), "A Survey of Agency Models of Organization", *Journal of Economic & Organization*, 9 (2), pp. 153 ss.; C. Prendergast (2000), "What Trade-Off of Risk and Incentives?", *American Economic Review*, 90 (2), pp. 421 ss.; E. Rasmusen (1987), "Moral Hazard in Risk-Averse Teams", *The RAND Journal of Economics*, 18 (3), pp. 428-435; S.A. Ross (2004), "Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness", *The Journal of Finance*, 59 (1), pp. 207 ss.; S. Shavell (1979), "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship", *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), pp. 55 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

di finanziamento che garantisce i più ampi "margini di manovra"<sup>49</sup> nella copertura dei fabbisogni finanziari; allo stesso tempo, essa deve rendere possibile la copertura di inattese esigenze finanziarie (permettendo di cogliere ogni opportunità di investimento e non limitando la continuità della gestione) (Figura 3.6).

Fig. 3.6 – Il fabbisogno finanziario in un'ottica quantitativa



Fonte: elaborazione personale

Nel processo di selezione delle fonti di finanziamento, l'azienda può approvvigionarsi del fattore capitale nel rispetto di differenti vincoli<sup>50</sup>:

- il capitale può avere la natura di pieno rischio: si tratta di quel capitale apportato dal proprietario o dagli azionisti dell'azienda, la cui remunerazione è agganciata ai risultati economici realizzati, e per il quale non sussiste un obbligo di rimborso. Il vincolo del pieno rischio si manifesta diversamente a seconda della tipologia di responsabilità del portatore: quando tale responsabilità è illimitata e so-

<sup>49</sup> E. Giannesi (1969), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Colombo Corsi, Pisa, pp. 83 ss.

<sup>50</sup> G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., p. 13; M. Dallochio, D. Tzivelis, M.A. Vinzia (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, Etas, Milano, p. 86; E. Giacosa (2011), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., pp. 55 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

lidale, il grado di rischio è più elevato, mentre quando la responsabilità è limitata al capitale apportato tale rischio è meno intenso;

- il capitale può avere la natura di debito: si tratta di quel capitale derivante dall'esterno caratterizzato dal vincolo del debito. A differenza del capitale a pieno rischio, i portatori mantengono il diritto sia al rimborso del capitale sia alla sua remunerazione; essi detengono un rischio limitato, poiché tale diritto viene goduto prima della soddisfazione dei portatori di capitale a pieno rischio.

Inoltre, nell'ambito della selezione delle fonti di finanziamento, occorre considerare che non esiste un rapporto ottimale tra fonti di finanziamento interne e quelle esterne che valga per tutte le aziende oppure che sia costante per un'azienda in particolare. Ogni realtà economica è unica nel suo genere e soggetta alle mutevolezze del suo contesto di riferimento<sup>51</sup>. Ciononostante, la problematica finanziaria deve portare ad una soluzione in termini di soddisfacimento del fabbisogno finanziario, giungendo ad una scelta in termini di composizione del binomio fonti-impieghi.

In linea generale, le fonti di finanziamento di origine interna, essendo vincolate all'azienda in modo permanente, favoriscono un maggiore governo dell'azienda. Allo stesso tempo, esse possono limitare la sua attività economica nel caso in cui le fonti di finanziamento interne siano limitate. Al contrario, le fonti di finanziamento di origine esterna non permettono a pieno un incondizionato governo dell'azienda e, in aggiunta, esse possono generare il rischio di insolvenza e di eventuale successivo fallimento<sup>52</sup>. Si consideri, infatti, che, se il grado di indebitamento è elevato, può succedere che l'azienda sia soggetta alla volontà del soggetto finanziatore: quest'ultimo, con la sua forza contrattuale, potrebbe marcatamente influenzare le scelte aziendali o, in casi più estremi, esercitare il potere di veto. Questo dominio<sup>53</sup> deriva dal suo ruolo di finanziatore, dal momento che la risorsa finanziaria è un fattore produttivo indispensabile per il business aziendale.

Di seguito, l'attenzione viene riposta sulle fonti di finanziamento di natura esterna. Quando il capitale di credito viene ritenuto opportuno, l'azienda deve effettuare una scelta tra differenti forme disponibili. Senza entrare nel tecnicismo delle varie forme di finanziamento di natura esterna

<sup>51</sup> P. Onida (1985), *Economia Aziendale*, Utet, Torino, p. 451.

<sup>52</sup> M. Dallochio, A. Salvi (2005), *Finanza aziendale*, Egea, Milano, p. 446; A. Damodaran (2006), *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, p. 294.

<sup>53</sup> A. Amaduzzi (1978), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, pp. 65 ss.

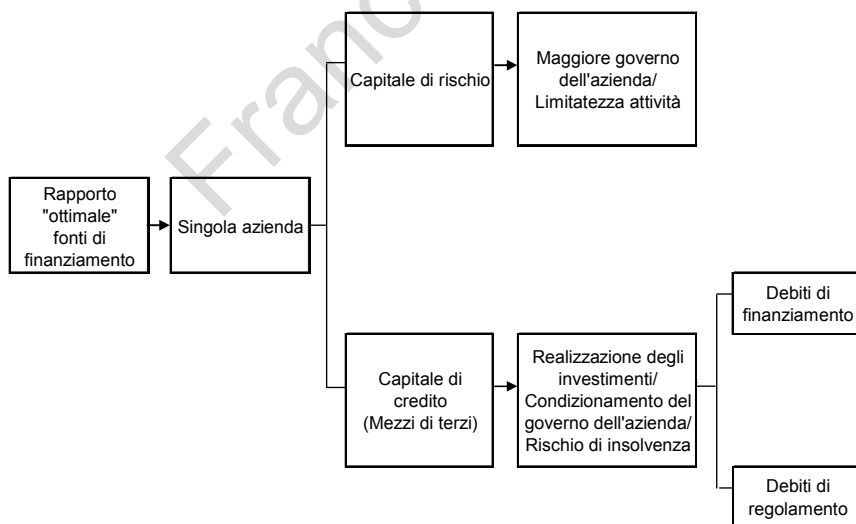
L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

offerte dal mercato, è possibile orientarsi, più in generale, nell'ambito di due categorie di finanziamenti esterni:

- il finanziamento in senso stretto (o debiti di finanziamento): esso deriva da una serie di negoziazioni con l'esterno finalizzate ad ottenere il fattore capitale;
- il finanziamento indiretto (o debiti di regolamento): esso deriva da altre forme di negoziazioni, volte all'approvvigionamento di un fattore produttivo differente dal capitale, come le materie prime, i servizi, i beni strumentali, il fattore lavoro, ecc. Il finanziamento che ne deriva è legato alle condizioni di pagamento dei debiti di fornitura, le quali hanno una ripercussione sulla liquidità aziendale. Una dilazione delle tempistiche di pagamento arreca una altrettanta dilazione dell'uscita finanziaria, mentre un accorciamento genera un più rapido assorbimento della liquidità.

Sarebbe oltremodo fuorviante, secondo l'opinione di chi scrive, affidare al finanziamento in senso stretto la risoluzione di ogni necessità finanziaria manifestata dall'azienda. Infatti, l'esistenza di un finanziamento indiretto è da ritenersi fisiologico per il normale funzionamento della gestione. Certamente, la sua entità dipende dalla forza contrattuale che l'azienda mostra nei confronti dei soggetti esterni, con i quali essa intrattiene relazioni di natura diversa (Figura 3.7).

Fig. 3.7 – Le scelte di finanziamento



Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

L'azienda ha teoricamente di fronte a sé una vasta scelta di soluzioni per approvvigionarsi il capitale di credito. Accanto alle forme più tradizionali, il mercato propone soluzioni più innovative (quali i minibond, le cambiali finanziarie, gli strumenti di debito ibridi). Esse sono stimulate dalla situazione congiunturale del mercato, che ha influenzato l'operatività degli attori finanziari e le loro proposte commerciali; allo stesso tempo, esse sono influenzate da un rilevante grado di indebitamento aziendale, che necessita una costante ricerca di forme di soddisfacimento del fabbisogno.

Le condizioni che riguardano il mercato arrecano una serie di vincoli ed opportunità per l'azienda. Da un lato, la risoluzione della problematica del fabbisogno finanziario risulta più difficoltosa, poiché il maggior grado di attenzione nella concessione del credito da parte degli attori finanziari rende l'ottenimento del finanziamento sempre più complesso. Dall'altro, le nuove forme innovative di finanziamento accrescono le possibilità teoriche dell'azienda di approvvigionarsi. Occorre precisare che la disponibilità di svariate forme di finanziamento disponibili sul mercato è soltanto teorica, in quanto la loro effettiva disponibilità è condizionata alla capacità di ottenere il credito da parte dell'azienda, come si dirà in seguito.

La scelta della forma di finanziamento da adottare non va confusa con gli effetti delle scelte di impiego: in senso provocatorio, un reddito operativo negativo indica la mancata attitudine dell'azienda nell'investire convenientemente le risorse nella sua gestione caratteristica, e non una inattitudine nel loro reperimento<sup>54</sup>.

La scelta circa le possibili forme di finanziamento di origine esterna è dettata da un insieme di fattori, che non si limitano all'onerosità più bassa, seppur il costo del finanziamento sia un aspetto rilevante che impatta sulla leva finanziaria. Naturalmente, le fonti di finanziamento ideali<sup>55</sup> sono quelle caratterizzate dal minore costo medio ponderato del capitale. A parità di altre condizioni, infatti, un investimento vale di più se il costo del capitale che lo ha finanziato è costato di meno, in quanto viene ridotta la soglia di convenienza dell'iniziativa. Nell'ambito della scelta di una fonte di finanziamento, gli aspetti da tenere in considerazione, in aggiunta all'onerosità della stessa, sono molteplici (Figura 3.8):

- in primo luogo, la struttura delle fonti di finanziamento deve essere compatibile con le scelte strategiche dell'azienda. In caso contrario, l'azienda si troverebbe costretta a rivedere la propria visione strate-

<sup>54</sup> C. Teodori (2008), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, p. 41.

<sup>55</sup> N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, cit., p. 106.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

gica, a causa dell'assenza delle risorse finanziarie necessarie per supportare la stessa;

- in secondo luogo, la logica temporale da rispettare è quella di un'ottica prospettica. Una mera visione attuale del fabbisogno limiterebbe l'operatività e le prospettive future, impattando negativamente sul grado di sopravvivenza dell'azienda;
- in terzo luogo, ogni fonte di finanziamento deve essere valutata in virtù del suo impatto sul complesso sistema delle fonti sul quale l'azienda può e potrà fare affidamento, il quale influenza in modo diretto le opportunità attuali e future. Pertanto, la scelta delle fonti di finanziamento da adottare richiede un'analisi sistemica delle stesse in relazione al manifestato fabbisogno finanziario. In questa prospettiva, ogni singola fonte apporta un vantaggio o uno svantaggio, che risulterebbe differente se considerata nella sua individualità;
- un altro fattore che influenza le scelte in materia di finanziamento può essere rappresentato dal grado di disponibilità del fattore capitale. In altri termini, i tempi di attesi per l'ottenimento del capitale possono far pesare la scelta di una modalità piuttosto che di un'altra. Alcune forme di finanziamento, infatti, sono caratterizzate, più di altre, da un notevole periodo di preordinata acquisizione<sup>56</sup>, il quale può influire negativamente sulla normale gestione aziendale;
- come ultimo, il grado di elasticità di una fonte di finanziamento rappresenta una variabile di scelta: la dinamicità del sistema azienda, infatti, richiede una disponibilità estremamente variabile del fattore capitale, senza la quale il normale evolversi della gestione potrebbe venire compromesso. Quando il fattore capitale diventa oltremodo rigido, l'azienda si trova costretta a bloccare parte o tutta la sua operatività o, in alternativa, a ricercare con estrema necessità un'altra forma di finanziamento. Tale ricerca può, però, essere compromessa dai sopracitati tempi di attesi per ottenere la disponibilità delle risorse finanziarie. Al contrario, il grado di elasticità delle fonti di finanziamento mostra l'attitudine delle stesse ad offrire all'impresa degli apprezzati "margini di manovra"<sup>57</sup> in termini di rimborso e di onerosità.

<sup>56</sup> G. Ferrero (1981), *Finanza aziendale*, cit., p. 146.

<sup>57</sup> E. Giannessi (1969), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Cursi, Pisa, pp. 83 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 3.8 – Variabili di scelta delle fonti di finanziamento



Fonte: elaborazione personale

### 3.2.3. Un approccio per l'appagamento del fabbisogno finanziario con i mezzi di terzi

Diventa interessante, a questo punto della trattazione, delineare un approccio per l'appagamento del fabbisogno finanziario attraverso il ricorso ai mezzi di terzi.

A tal fine, occorre precisare che il processo di appagamento del fabbisogno finanziario deve avvenire in una logica di mutabilità delle esigenze aziendali, dal momento che l'azienda è un sistema dinamico. Quanto detto è in sintonia con la disciplina dell'Economia Aziendale che, al fine di studiare il dinamico contesto nel quale le aziende sono inserite, si presenta caratterizzata da continuità e rinnovamento. Ne deriva sia un costante ampliamento dei suoi confini e modelli concettuali impiegati, sia la definizione di una serie di aree specialistiche di studio tra loro interdipendenti e finalizzate all'analisi dei contenuti<sup>58</sup>.

<sup>58</sup> R. Di Pietra, *La comunicazione dei comportamenti aziendali mediante i dati contabili*, Cedam, Padova, 2005, p. X; E. Giacosa (2012), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., p. 22.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Si è detto che il fabbisogno finanziario deve essere soddisfatto in modo dinamico attraverso la disponibilità del fattore produttivo capitale. Il fattore capitale potrebbe essere di difficile reperimento<sup>59</sup> sul mercato in termini di entità, tipologia e durata del fabbisogno finanziario stesso.

La difficoltà di reperimento potrebbe essere dovuta a ragioni sia endogene sia esogene all'azienda. Con riferimento ai fattori di natura endogena, la tipologia e l'intensità dell'attività aziendale, nonché la politica aziendale imposta dal soggetto economico, può avere un effetto sulla capacità aziendale nell'approvvigionarsi di tutte le risorse finanziarie necessarie. La propensione al rischio legata agli investimenti può influenzare la scelta in termini di investimenti e il collegato fabbisogno finanziario. La capacità di ottenere il credito dai vari soggetti esterni può influenzare l'attitudine ad acquisire più o meno facilmente nuove forme di finanziamento.

Accanto ai fattori di natura endogena, la difficoltà di reperimento del fattore capitale è altresì influenzata da quelli di natura esogena, ossia legati all'ambiente circostante. La situazione congiunturale del sistema Paese e del contesto mondiale, la situazione dei mercati finanziari, nonché l'intensità degli interventi statali a sostegno dell'attività delle aziende, possono avere un impatto sul business aziendale, favorendo negativamente o positivamente la sua capacità di finanziarsi sul mercato.

Il reperimento delle fonti di finanziamento di origine esterna fa parte delle relazioni che l'azienda crea con il suo contesto, in virtù della sua apertura verso l'esterno<sup>60</sup>. Nell'ambito di tali relazioni, essa deve mostrarsi competitiva in termini finanziari<sup>61</sup>: essa deve godere di quella forza contrattuale tale da poter accedere alle fonti di finanziamento secondo le tempistiche e le caratteristiche dettate dal suo fabbisogno finanziario. Inoltre, essa deve mostrarsi concorrenziale nei confronti dei potenziali finanziatori, i quali si trovano a valutare il profilo aziendale in termini di rischio/rendimento. Il grado di attendibilità dell'azienda e la sua collegata bontà finanziaria ha, quindi, un impatto sulla possibilità di soddisfare il fabbisogno finanziario.

Di seguito, viene delineato un approccio di appagamento del fabbisogno finanziario di una piccola e media impresa, considerando la sua ripercussione sul peso dei mezzi di terzi.

<sup>59</sup> P. Capaldo (1967), *Capitale proprio e capitale di credito*, Giuffrè, Milano, p. 16.

<sup>60</sup> A tal proposito, si fa rimando al par. 1.2 nel quale è descritta la caratteristica di apertura del sistema azienda.

<sup>61</sup> R. Corticelli (1979), *La crescita dell'azienda. Armonie e disarmonie di gestione*, Giuffrè, Milano, p. 238.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

I soggetti coinvolti sono i seguenti:

- da un lato, vi è l'azienda: essa manifesta un determinato fabbisogno finanziario;
- dall'altro, vi sono dei soggetti terzi: essi potrebbero soddisfare la suddetta esigenza aziendale, diventando soggetti finanziatori.

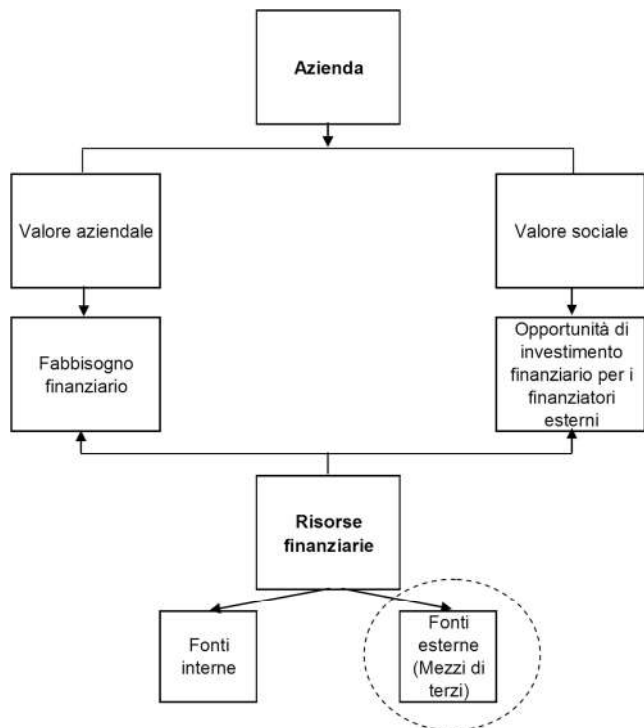
Per raggiungere il suo obiettivo, l'azienda deve sia amplificare la sua forza contrattuale, sia comunicare efficacemente il suo essere un "luogo" accattivante per i potenziali finanziatori. In tale contesto, l'azienda deve "sapersi comunicare" sia come "valore aziendale" sia come "valore sociale":

- secondo la prima accezione (l'azienda intesa come "valore aziendale"): essa è un soggetto che manifesta una domanda di risorse finanziarie e, come tale, essa effettua la ricerca di soggetti disposti a finanziarla. Il consenso e la fiducia manifestata dai suddetti soggetti esterni, che si traduce nella disponibilità a fornire le risorse finanziarie all'azienda, stimola la sua capacità di crescita, in una sorta di cooperazione di tali soggetti esterni al progetto aziendale. Quando l'azienda ricorre a finanziatori esterni, essa accresce la sua esposizione finanziaria, accrescendo il peso dei mezzi di terzi;
- nella seconda accezione (l'azienda intesa come "valore sociale"): essa è la controparte di una molteplicità di interessi esterni, i quali valutano la stessa come un opportuno e congruo "luogo" da finanziare a titolo di capitale di credito. In tal senso, l'azienda si pone dal lato dell'offerta, rappresentando un'opportunità di business per i potenziali finanziatori. In tale ottica, l'azienda deve accrescere il suo grado di competitività in termini finanziari, affinché essa venga considerata una valida opportunità di investimento finanziario da parte dei soggetti esterni. Anche in questo caso, il ricorso ai finanziatori esterni aumenta il peso dei mezzi di terzi.

Le due accezioni (azienda intesa nella sua valenza aziendale e in quella sociale) sono collegate: le risorse finanziarie pervenute all'azienda alimentano la disponibilità finanziaria aziendale e vanno a soddisfare il suo fabbisogno finanziario, attuale e prospettico (Figura 3.9).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 3.9 – L'impatto del processo di soddisfacimento del fabbisogno aziendale sul ricorso ai mezzi di terzi



Fonte: elaborazione personale

Naturalmente, l'atteggiarsi dell'azienda come "valore aziendale" o come "valore sociale" è influenzato da una serie di variabili esogene che caratterizzano i mercati finanziari, le cui condizioni congiunturali influenzano la possibilità aziendale di soddisfare il proprio fabbisogno finanziario.

Al fine di indagare la relazione esistente tra il fabbisogno finanziario e il ricorso ai mezzi di terzi, il suddetto approccio all'appagamento del fabbisogno finanziario in una piccola e media impresa deve essere contestualizzato alla fase del ciclo di vita nel quale l'azienda si colloca<sup>62</sup>. Ogni fase si carat-

<sup>62</sup> A. Berger, G. Udell (1988), "The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle", *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 613 ss.; Z. Fluck (2000), *Capital structure decisions in small and large firms: a lifetime cycle theory of financing*, working paper, Stern School of Business, New York; J. Helwege, N. Liang (1996), "Is there a Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms", *Journal of Financial Economics*, 40 (3), pp. 429 ss.; J. Storey (1984), *Understanding the small business sector*, Routledge, London.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

terizza per un certo livello nei fondamentali di più diffuso impiego (quali il fatturato, il cash flow e il reddito), i quali possono influenzare indirettamente il fabbisogno finanziario. Pertanto, anche l'approccio con il quale il fabbisogno finanziario viene soddisfatto dovrebbe subire una distinzione, a seconda della fase del ciclo di vita alla quale ci si riferisce:

- fase di avvio e parte iniziale della fase di crescita: l'azienda sta costruendo la sua immagine e possiede una modesta forza contrattuale in fase di approvvigionamento (ivi compresi il capitale finanziario). In particolare, l'azienda mostra uno scarso appeal finanziario, ossia essa non viene, allo stadio attuale, intesa come un accattivante luogo di investimento da parte dei soggetti esterni a causa dei modesti risultati al momento conseguiti. Il marcato fabbisogno finanziario (seppur diversificato nella sua natura ed intensità tra le due differenti fasi del ciclo di vita) obbliga l'azienda ad individuare una serie di soggetti disposti a soddisfare la sua domanda di risorse finanziarie. In tale contesto, l'azienda si manifesta nella sua prevalente accezione di "valore aziendale", mentre la sua "valenza sociale" è tendenzialmente scarsa (nella fase di avvio) e moderata (nella fase iniziale di crescita). Il fabbisogno finanziario viene generalmente soddisfatto attraverso una prevalenza di fonti di finanziamento di origine interna;
- fase di crescita: quando il ciclo di vita raggiunge una crescita consolidata, l'azienda accresce gradualmente la sua immagine e la sua reputazione commerciale, riuscendo ad imporsi anche nell'approvvigionamento dei fattori produttivi (ivi compreso il fattore capitale). Pertanto, in aggiunta alla sua "valenza aziendale", l'azienda inizia a pregiarsi della sua "valenza sociale", comunicando efficacemente all'esterno l'essere un conveniente "luogo" di investimento. In questa fase del ciclo di vita, caratterizzata da un elevato e crescente fabbisogno finanziario, il ricorso ai mezzi di terzi è condizionato ai risultati raggiunti: le fonti di finanziamento di origine esterna sono, in un primo momento, sostanzialmente bilanciate a quelle di origine interna, e successivamente predominanti (fermo restando il raggiungimento di risultati soddisfacenti);
- fase di espansione: l'approccio volto alla "valenza sociale" (abbinato a quello legato alla "valenza aziendale") deve essere ancora più marcato, sia grazie all'immagine aziendale costruita sul mercato, sia grazie ad una forza contrattuale nell'ambito dell'approvvigionamento. L'azienda aumenta, in tal modo, le probabilità di comunicare efficacemente il suo essere un luogo ideale di investimento per i soggetti esterni. Dato l'elevato fabbisogno finanziario, in ulteriore aumento, il ricorso ai mezzi di terzi generalmente cresce (fermo restando il raggiungimento

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

di risultati soddisfacenti), senza per questo sostituirsi completamente alle fonti di finanziamento di origine interna;

- fase di maturità: il fabbisogno finanziario tende a rimanere costante, generando un sostanziale equilibrio tra “valore aziendale” e “valore sociale”. Vi è una prevalenza dei mezzi di terzi, ma in riduzione rispetto alla fase di espansione;
- fase di declino<sup>63</sup>: il fabbisogno finanziario è differente a seconda delle scelte aziendali maturate in questa fase. Le casistiche possono essere le seguenti:
  - nel caso di un processo di turnaround: in una fase iniziale del turnaround, l'incertezza dei finanziatori circa la bontà del progetto aziendale rende scarsa la “valenza sociale” nell'ambito del suo approvvigionamento di risorse finanziarie. Successivamente, quando vi è una condivisione del progetto aziendale, viene a generarsi un nuovo importante fabbisogno finanziario, nei confronti del quale l'azienda deve imporsi sul mercato finanziario come “valore aziendale”. Per affrontare il turnaround, l'azienda necessita di nuove risorse finanziarie: il ricorso ai mezzi di terzi è una soluzione percorribile soltanto se l'azienda è in grado di offrire una sufficiente affidabilità del progetto di turnaround;
  - manifestazione di una situazione di crisi: l'azienda può optare per un processo di risanamento, il cui fabbisogno finanziario richiede una massiccia presenza dell'azienda in qualità di “valore aziendale”, mentre il “valore sociale” è poco rilevante per le medesime ragioni viste in merito al turnaround. In alternativa, l'azienda potrebbe scegliere di cessare la sua attività. Soltanto nel caso del risanamento, il fabbisogno finanziario si incrementa, necessitando nuove risorse finanziarie, come avviene per il turnaround. Per accedere ai mezzi di terzi, è indispensabile l'effetto congiunto tra un processo di comunicazione strutturato verso l'esterno e la bontà del progetto di risanamento.

Di seguito, viene presentato il suddetto approccio di appagamento del fabbisogno finanziario, osservando il comportamento aziendale nell'alternarsi delle fasi del suo ciclo di vita (Figura 3.10).

<sup>63</sup> E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., p. 56.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 3.10 – L'approccio di appagamento del fabbisogno finanziario nel ciclo di vita aziendale e l'impatto sul ricorso ai mezzi di terzi

	Valenza aziendale	Valenza aziendale, Valenza sociale (a crescita avviata)	Valenza aziendale, Valenza sociale (prevalente)	Valenza aziendale, Valenza sociale (in equilibrio)	Valenza aziendale
<b>Approccio</b>					
<b>Ricorso ai mezzi di terzi</b>	Prevalenza delle fonti di finanziamento di origine interna	All'inizio della fase, bilanciamento tra fonti interne e esterne; poi, prevalenza dei mezzi di terzi (se i risultati sono soddisfacenti)	Prevalenza dei mezzi di terzi (se i risultati sono soddisfacenti)	Prevalenza dei mezzi di terzi (se i risultati sono soddisfacenti), ma in riduzione rispetto alla fase di espansione	Dipende dalla successiva scelta aziendale
<b>Fabbisogno finanziario</b>	Alto	Alto, in aumento	Alto, in aumento	In riduzione	Dipende dalla successiva scelta aziendale
<b>Cash flow</b>	Negativo	Positivo	Positivo	Elevato	Dipende dalla successiva scelta aziendale
<b>Reddito</b>	Inesistente o negativo	Positivo	Positivo e in aumento	Tendenzialm. stabile	Dipende dalla successiva scelta aziendale
<b>Fatturato</b>	Inesistente e poi basso	In aumento	In aumento	Stabile	Dipende dalla successiva scelta aziendale
<b>Tipologia di investimenti</b>	Durevoli	Sia durevoli sia nel capitale circolante netto	Durevoli	Durevoli di mantenimento	Dipende dalla successiva scelta aziendale
	<i>Avvio</i>	<i>Crescita</i>	<i>Espansione</i>	<i>Maturità</i>	<i>Declino*</i>

Fasi del ciclo di vita aziendale →

\* Nella fase di declino, l'azienda si trova costretta ad intraprendere un processo di turnaround, oppure ad affrontare una successiva situazione di crisi. Tale scelta aziendale influenza i parametri del fatturato, del reddito, del cash flow e, indirettamente, il suo fabbisogno finanziario futuro.

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Il ciclo di vita dell'azienda rappresenta un fattore rilevante nell'identificare il fabbisogno finanziario. Ciononostante, l'identificazione dell'esatta fase del ciclo di vita è un'indagine alquanto complessa, quando il campione di osservazione è molto ampio. Essa, infatti, richiederebbe la valutazione di una serie di fondamentali di più diffuso impiego, nonché un raffronto con la media delle aziende dello stesso settore. Inoltre, risulta alquanto complesso identificare un unico parametro che, in termini assoluti, possa indicare la fase di appartenenza dell'azienda nell'ambito del suo ciclo di vita.

Nell'ambito del processo di soddisfacimento del proprio fabbisogno finanziario, il processo di comunicazione economico-finanziaria posto in essere dall'azienda ha un ruolo fondamentale, in quanto esso esalta le caratteristiche di apertura del sistema azienda nei confronti degli interlocutori, sia interni sia esterni<sup>64</sup>. Con particolare riferimento agli interlocutori esterni, soltanto un adeguato processo di comunicazione può incrementare la predisposizione dei soggetti finanziatori a dare fiducia all'azienda, finanziando il suo business. Il peso dei mezzi di terzi, quindi, è influenzato anche dal suddetto processo di comunicazione.

Oltre all'utilità dell'informativa ai fini interni<sup>65</sup> finalizzata a supportare lo sviluppo dei processi aziendali<sup>66</sup>, l'azienda si avvicina ai suoi interlocutori nell'ambito di un processo di comunicazione integrata con l'esterno<sup>67</sup>.

<sup>64</sup> S. Bianchi (1997), "La comunicazione economico-finanziaria nelle operazioni straordinarie d'impresa", in E. Corvi *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano, p. 193; G.M. Golinelli (2000), *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale*, vol. I, Cedam, Padova, p. 34; E. Giacosa (2012), *La comunicazione economico-finanziaria nel sistema d'impresa*, Giappichelli, Torino, pp. 33 ss.

<sup>65</sup> F. Amigoni (1991), "La comunicazione interna come strumento di management", in AA.VV., *La comunicazione: strumento di management per le imprese complesse*, Egea, Milano, 1991, p. 13; P. Ceccarelli (2001), *Gestire l'azienda nell'era di internet*, Sperling & Kupfer, Milano, pp. 24 ss.; G.L. Dahnke, G.W. Clatterbuck (1990), *Human Communication. Theory and research*, Wadsworth Publishing Company, Belmont, California, p. 157; G. Gandini (2002), "Fattori critici di successo competitivo e comunicazione economico finanziaria", in D.M. Salvioni (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, p. 145; D.M. Salvioni (1992), *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, cit., p. 18.

<sup>66</sup> D.M. Salvioni (2003), "Comunicazione economico finanziaria e analisi della concorrenza", in D.M. Salvioni (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, FrancoAngeli, Milano, p. 5.

<sup>67</sup> D.M. Salvioni (1992), *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 26; E. Giacosa (2012), *La comunicazione economico-finanziaria nel sistema d'impresa*, cit., pp. 27 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Ciò permette di ridurre le asimmetrie informative con gli stessi<sup>68</sup>, consentendo la valutazione circa il progetto aziendale e le sue scelte strategiche di fondo<sup>69</sup>.

L'informativa economico-finanziaria, opportunamente completata con quella qualitativa e quantitativa di natura non monetaria, è strumentale alla formulazione di un giudizio sull'economicità aziendale, oltre che in materia etico-sociale. Il raggiungimento di un positivo consenso da parte degli stakeholder sul progetto aziendale<sup>70</sup> tende a migliorata la credibilità aziendale<sup>71</sup> e il capitale di immagine<sup>72</sup>. Come conseguenza, l'opportunità

<sup>68</sup> G. Calcagnini (1992), "Asymmetric information and small business financing", *Piccola Impresa/Small Business*, Sommario 3, pp. 69 ss.; V. Coda (1989), "La comunicazione economica nella strategia aziendale", in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, pp. 10 ss.; G. Di Stefano (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano, p. 152.

<sup>69</sup> G. Akerlof (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 488 ss.; M. Allegrini (2003), *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano, pp. 4 ss.; E. Corvi (2000), *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, Egea, Milano, pp. 75 ss.; J.K. Galbraith (1967), *Il capitalismo americano*, Etas Kompass, Milano, p. 119; L. Guatri (1991), *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, p. 153; F. Guidara (2011), *La comunicazione finanziaria*, Egea, Milano, pp. 15 ss.; S.S. Singhivi, H.B. Desai (1971), "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure", *Accounting Review*, gennaio, pp. 129 ss.; G.J. Stigler (1994), *Mercato, informazione, regolamentazione*, il Mulino, Bologna, pp. 217 ss.; J. Stiglitz (2000), "The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics", *Quarterly Journal of Economics*, 115 (4), pp. 1441 ss.; D. Weil (2002), *The Benefits and Costs of Transparency: A Model of Disclosure Based Regulation*, working paper, Boston University School of Management, Harvard University, July, p. 3.

<sup>70</sup> P.L. Amietta (1988), "La comunicazione nelle organizzazioni", *L'Impresa*, 2, p. 18; G. Bertineti (1996), *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano, pp. 1 ss.; G. Gandini (2002), "Fattori critici di successo competitivo e comunicazione economico finanziaria", in D.M. Salvioni (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, p. 151; E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., pp. 228 ss.; G. Reborra (1981), *Comportamento d'impresa e controllo sociale*, Etas Libri, Milano, pp. 157 ss.; B.J. Reilly, J.A. Di Angelo (1990), "Communication: a cultural system of meaning and value", *Human Relations*, 43 (2), pp. 129 ss.; D.M. Salvioni (2003), "La comunicazione economico-finanziaria nell'evoluzione telematica dei flussi informativi", in D.M. Salvioni, C. Teodori (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano, pp. 18 ss.

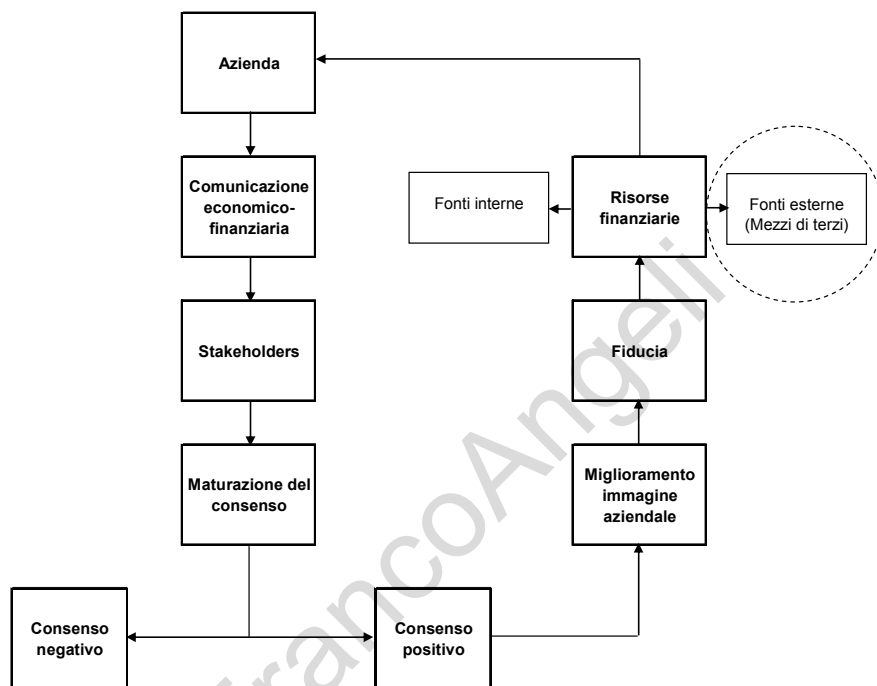
<sup>71</sup> V. Coda (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli, Torino; D.M. Salvioni (1992), *Il bilancio di esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 137.

<sup>72</sup> G. Catturi (1987), "La scrittura in partita doppia come mezzo di comunicazione tra operatori economici di differenti aree territoriali", in AA.VV., *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzini*, Giuffrè, Milano, p. 251; V. Coda (1989), "La comunicazione economica nella strategia

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

di ricorrere ai mezzi di terzi aumenta: soltanto un elargito consenso positivo può arrecare la disponibilità a conferire risorse finanziarie in azienda, a vario titolo, qualificate e fondamentali per lo sviluppo della stessa (Figura 3.11).

Fig. 3.11 – L'impatto della comunicazione economico-finanziaria sul reperimento delle risorse finanziarie e sul peso dei mezzi di terzi



Fonte: elaborazione personale

Lo sforzo comunicativo dovrebbe essere direttamente proporzionale allo stato di salute dell'azienda. In tal senso, se l'azienda gode di un buono stato di salute, essa utilizza il processo comunicativo non in senso persuasivo: l'obiettivo è quello di rendere partecipi gli stakeholder alla vita aziendale

aziendale”, in AA.VV., *Atti del Convegno “La comunicazione economica: valore aziendale o sociale”*, Egea, Milano, p. 10; P. Demartini (2005), “La comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese che operano sui mercati internazionali. Profili generali”, in M. Paoloni, F.M. Cesaroni, P. Demartini (a cura di), *internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, FrancoAngeli, Milano, p. 83; S. Vicari (1991), *L'impresa vivente: itinerario in una diversa concezione*, Egea, Milano, pp. 76 ss.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

ed ai suoi valori, anche se agli stessi non viene richiesto uno particolare sacrificio. Se, invece, lo stato di salute è critico, lo sforzo comunicativo dovrebbe essere volto alla produzione di una informativa chiara, completa, trasparente e continuativa. Ciò è volto sia a custodire gli interessi diretti o indiretti degli stakeholder<sup>73</sup>, sia ad ottenere una loro adesione al progetto aziendale<sup>74</sup>.

FrancoAngeli

<sup>73</sup> G. Bruni (1996), *Revisione aziendale*, Utet, Torino, p. 152; K. Giusepponi (2001), *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, FrancoAngeli, Milano, p. 17.

<sup>74</sup> E. Giacosa (2012), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa. Finalità, strumenti e comportamenti attuali e teorici in un modello "ideale" di comunicazione*, cit., pp. 33 ss.; A. Provasoli (1989), "Il bilancio nel processo di comunicazione", in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano, p. 37.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## 4. L'ARTICOLAZIONE DEL BINOMIO FONTI-IMPIEGHI

### 4.1. La struttura finanziaria

Nel capitolo terzo, è emersa la necessità di relazionare le scelte di investimento con quelle di finanziamento. A tal fine, diventa opportuno analizzare il binomio “fonti-impieghi”.

Il presente capitolo indaga l'effetto del fabbisogno finanziario sulle scelte aziendali riguardanti il binomio fonti-impieghi, con particolare riferimento al ricorso ai mezzi di terzi.

Inoltre, esso è volto ad individuare una serie di interessanti spunti di riflessione riguardanti gli indicatori di struttura e di situazione finanziaria. Alcuni di essi saranno utilizzati nell'indagine empirica, durante la costruzione della bozza teorica del modello di riferimento (nel par. 5.3.1).

In un'ottica più ampia, la struttura finanziaria aziendale (che va ad articolare il binomio “fonti-impieghi”) assume notevole rilevanza nell'osservare gli effetti delle suddette scelte di crescita<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> L. Becchetti, G. Trovato (2002), “The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance”, *Small Business Economics*, 19, pp. 291-306; R. Carpenter, B. Petersen (2002), “Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?”, *Review of Economics and Statistics*, 84, pp. 298-309; Di Mascio (2008), *Crescita e governance nelle imprese familiari*, Egea, Milano, p. 249; G. Fagiolo, A. Luzzi (2004), “Do Liquidity Constraints Matter in Explaining Firm Size and Growth? Some Evidence from the Italian Manufacturing Industry”, *Sant'Anna School of Advanced Studies. Working Paper Series*, 8; S. Fazzari, G. Hubbard, B. Peterson (1988), “Financing Constraint and Corporate Investments”, *Brooking Papers on Economic Activity*, 19, pp. 141-195; S. Ferri, M. Messori (2000), “Bank-firm Relationship and Allocative Efficiency in Northeastern and Central Italy and in the South”, *Journal of Banking and Finance*, 24, pp. 1067 ss.; S. Ferri, Z. Rotondi (2006), “Does Finance Matter in the Re-specialization of Italy's Industrial Districts?”, *Università degli Studi di Ferrara, Dipartimento di Economia, Istituzioni, Territorio. Quaderno di ricerca*, 12; A.M. Herrera, R. Minetti (2007), “In-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 4.1 – La relazione “crescita-fabbisogno finanziario-struttura finanziaria”



Fonte: elaborazione personale

Diventa quindi interessante definire il concetto di struttura finanziaria. Per “struttura finanziaria” si intende il raffronto tra due grandezze: da un lato, la composizione del fabbisogno di capitale, ossia il complesso dei fab-

formed Finance and Technological Change: Evidence from Credit Relationship”, *Journal of Financial Economics*, 83, pp. 223 ss.; Y. Honjo, N. Harada (2006), “SME Policy, Financial Structure and Firm Growth: Evidence from Japan”, *Small Business Economics*, 27, pp. 289-300; L. Lang, E. Ofek, R.M. Stulz (1996), “Leverage, Investment and Firm Growth”, *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 3-29; A. Machauer, M. Weber (2000), *Number of Bank Relationships: An Indicator of Competition, Borrower Quality, or Just Size?*, Center for Financial Studies, Working Paper Series, 6; B. Oliveira, A. Fortunato (2006), “Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis”, *Small Business Economics*, 27, pp. 139-156; D. Venanzi (2010), *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson Prentice Hall, Milano; A. Gambini, A. Zazzaro (2008), “Gli effetti della durata e dell’esclusività delle relazioni banca-impresa sulla crescita dimensionale delle imprese”, in A. Zazzaro (a cura di), *I vincoli alla crescita delle imprese*, Carocci, Roma, p. 63.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

bisogni diversificati nelle loro caratterizzazioni (distinti tra capitale immobilizzato e capitale circolante); dall'altro, la configurazione delle modalità di finanziamento<sup>2</sup> (di origine interna oppure esterna). L'analisi della struttura finanziaria deve tenere in considerazione la dinamicità del sistema azienda, la quale influenza le esigenze in termini di investimenti e di finanziamenti.

Il processo decisionale relativo all'articolazione di una struttura finanziaria "ideale" può essere influenzato sia da fattori oggettivi sia soggettivi, i quali possono influenzare il ricorso ai mezzi di terzi:

- fattori oggettivi: la scelta in merito al binomio fonti-impieghi è influenzata dai fabbisogni finanziari manifestati da ogni singola azienda, sia in senso quantitativo sia qualitativo, nell'ambito di un approccio sistemico. In particolare, è necessario che gli investimenti a medio/lungo termine trovino copertura nel capitale permanente, mentre gli investimenti correnti siano coperti da fonti di finanziamento corrente. In aggiunta, è indispensabile il raggiungimento di un livello di dipendenza finanziaria che rispetti l'attitudine all'autofinanziamento aziendale: in un'ottica di medio/lungo termine, la restituzione dei debiti finanziari dovrebbe aver luogo grazie alla liquidità generata dall'attività operativa (eventualmente coadiuvata dalla liquidità generata da eventi straordinari, quali la vendita di asset inutilizzati, la raccolta di denaro sui mercati finanziari, o le operazioni di rifinanziamento). Tali fattori debbono essere tenuti in considerazione nella decisione di ricorrere ai mezzi di terzi e, al loro interno, nella scelta delle differenti tipologie di mezzi di terzi;
- fattori soggettivi: la scelta in merito al binomio fonti-impieghi è altresì orientata ai soggetti ai quali l'azienda si rivolge per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario. In prima battuta, la scelta è quella di finanziarsi con fonti di finanziamento interne oppure esterne, le quali presentano caratterizzazioni e tipicità differenti. Quelle interne non hanno l'obbligo del rimborso e favoriscono un maggiore governo dell'azienda, ma, al contempo, possono limitare il grado di azione nel caso in cui la disponibilità da parte degli azionisti fosse limitata rispetto alle esigenze aziendali. Quelle esterne, fermo restando l'adeguatezza agli investimenti previsti, non limitano i confini dell'attività aziendale, ma non permettono un governo incondizionato dell'azienda; inoltre, esse possono comportare il rischio di insol-

<sup>2</sup> G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, cit., p. 20.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

venza. Se si considerano le fonti di finanziamento esterne, i soggetti ai quali l'azienda può rivolgersi sono differenti per natura: in primo luogo, i creditori a titolo di finanziamento in senso stretto, con i quali l'azienda regola un rapporto di finanziamento volto all'ottenimento di risorse finanziarie (si pensi al sistema bancario ed agli altri soggetti finanziatori); in secondo luogo, i fornitori commerciali, le cui condizioni di pagamento concesse hanno un impatto sulla liquidità dell'azienda.

Tale struttura finanziaria può essere osservata nelle seguenti configurazioni<sup>3</sup>:

- secondo un'ottica statica: l'ottica di osservazione dei flussi degli impieghi e delle fonti è riferita ad un determinato istante della vita aziendale. La struttura finanziaria trova rappresentazione nello Stato Patrimoniale contenuto nel Bilancio d'esercizio dell'azienda. In esso, gli impieghi sono rappresentati dagli investimenti in corso e dal denaro in cassa, mentre le fonti sono rappresentate dai debiti e dal capitale a pieno rischio. La letteratura ha messo in evidenza i limiti di una disamina statica della struttura finanziaria, anche se la stessa fosse analizzata su una serie di bilanci riferiti ad un orizzonte temporale non breve. Una serie di situazioni statiche aventi per oggetto la struttura finanziaria non possono produrre l'informativa che, al contrario, si avrebbe analizzando la struttura finanziaria in senso dinamico<sup>4</sup>;
- secondo un'ottica dinamica: i flussi degli impieghi e delle fonti vengono osservati in un certo lasso temporale. In particolare, gli impieghi di capitale sono rappresentati dagli investimenti, dai rimborsi dei debiti e del capitale a pieno rischio, nonché dall'eventuale copertura del deficit della gestione reddituale. Le fonti di finanziamento, al contrario, sono rappresentate dal capitale a pieno rischio e da quello di debito, dai disinvestimenti di elementi patrimoniali e dall'eventuale autofinanziamento generato dalla gestione reddituale.

Di seguito, la struttura finanziaria viene analizzata secondo le suddette due accezioni.

<sup>3</sup> G. Ferrero (1972), *Le analisi di bilancio*, cit., p. 118; Guatri L. (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, pp. 64 ss.; P. Pisoni, L. Puddu (1996), "La finanza", in AA.VV., *Lezioni di Economia Aziendale*, cit., pp. 205 ss.

<sup>4</sup> G. Ferrero (1972), *Le analisi di bilancio*, cit., p. 118.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## 4.2. La struttura finanziaria secondo un'ottica statica

La struttura finanziaria dell'azienda viene indagata per osservare i riflessi della stessa sul peso dei mezzi di terzi. Tale indagine si colloca nell'ambito di un quadro organico di indici legati al sistema azienda nel suo complesso.

A tal fine, pare opportuno richiamare alcuni concetti che saranno utili per la successiva trattazione, ossia quando il fabbisogno finanziario sarà relazionato al ricorso ai mezzi di terzi.

Tra questi, si colloca quello di “capitale di gestione” (anche definito “capitale di bilancio”) osservato alla data di riferimento del bilancio. Esso viene definito come il “fondo di valori” assegnati agli elementi che compongono il patrimonio dell'azienda, ossia le attività (o “capitale di funzionamento”), le passività e il patrimonio netto<sup>5</sup>. Affinché la struttura finanziaria possa essere indagata in un'ottica statica, è necessario individuare gli elementi che compongono il capitale di gestione, ossia le attività, le passività ed il patrimonio netto.

Gli impieghi di capitale e le fonti di finanziamento<sup>6</sup> analizzati nell'ambito della struttura finanziaria possono essere osservati secondo criteri differenti<sup>7</sup>. In particolare, gli impieghi di capitale possono essere classificati

<sup>5</sup> G. Ferrero (1972), *Le analisi di bilancio*, cit., p. 122; G. Zappa (1957), *Le produzioni d'impresa*, Giuffrè, Milano, cit., vol. II, pp. 457 ss.

<sup>6</sup> Con il termine “fonte” si intendono tutte quelle tipologie di finanziamenti la cui destinazione è quella di trovare un successivo impiego nell'ambito della gestione; in termini più ampi, è una fonte qualsiasi “causa di afflusso” di capitale in azienda. Ne consegue che le fonti possono essere rappresentate sia dai finanziamenti sia dai disinvestimenti. Con il termine *impieghi* si intendono tutte le possibili destinazioni del capitale affluito in azienda in qualità di fonte; in termini più ampi, è un impiego qualsiasi “causa di deflusso” di capitale dall'azienda. Ne consegue che gli impieghi possono essere rappresentati sia dagli investimenti sia dai rimborsi di capitale. S. Bianchi Martini, A. Quagli (1988), “I processi di finanziamento”, in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, cit., p. 116.

<sup>7</sup> S. Bianchi Martini, A. Quagli (1988), “I processi di finanziamento”, in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, cit., pp. 116 ss.; G. Ferrero, *Finanza aziendale* (1981), cit., pp. 34 ss., 150 ss.; G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, cit., pp. 118 ss.; Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P., Puddu L. (2006), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano, pp. 171 ss.; M. Froli, K. Giusepponi, A. Quagli (1994), *Analisi di bilancio. Indici e flussi finanziari*, Clua, Ancona, pp. 3 ss.; F. Giunta (1992), *L'impiego dei nuovi schemi di bilancio di derivazione comunitaria per le analisi economico-finanziarie d'impresa*, Cedam, Padova, pp. 10 ss.; L. Marchi (2003), “Caratteri generali dell'analisi economico-finanziaria riferita al profilo strategico”, in L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, 4<sup>a</sup> edizione, Giappichelli, Torino, pp. 17 ss.; P. Pisoni, D. Busso, F. Bava, M. Cane, A. Devalle, F. Rizzato (2014), “La finanza aziendale”, in L. Brusa (a cura di), *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, pp. 351 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

secondo il criterio della durata del ciclo di realizzo, ossia in virtù della loro attitudine a trasformarsi in forma liquida. Le differenti tipologie di impieghi di capitale sono le seguenti:

- le immobilizzazioni o capitale immobilizzato, costituite da quegli investimenti (da considerarsi al netto delle poste rettificative) che daranno origine ad entrate di denaro oltre i dodici mesi. Vi fanno parte il capitale immobilizzato di natura immateriale, materiale e finanziaria. Tali investimenti, se di utilità alla normale attività aziendale, non possono essere sottratti improvvisamente senza compromettere il normale funzionamento della stessa. Data la loro durevolezza, pur nel loro persistente rinnovarsi, essi generano una necessità finanzia-

La letteratura si è concentrata approfonditamente sulla distinzione degli impieghi e delle fonti, articolando le stesse in relazione a vari criteri di osservazione. Per una disamina più articolata, si fa rimando ad una ricca letteratura sulla tematica di trattazione, qui ripresa seppur in modo non esaustivo.

L. Azzini (1962), *Le situazioni d'impresa investigate nella dinamica economica delle produzioni*, Vol. I, Giuffrè, Milano; Bergamin Barbato M. (1974), "Il valore segnaletico degli indici di bilancio in rapporto ai criteri seguiti per la loro determinazione", in V. Coda, G. Brunetti, M. Bergamin Barbato M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano; G. Brunetti (1995), "Le riclassificazioni delle sintesi di bilancio", in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano; P. Capaldo (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa*, Giuffrè, Milano; C. Caramiello (1993), *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano; C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori (2003), *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano; E. Cavaliere (2000), *Economia aziendale*, Vol. I, Giappichelli, Torino; E. Cavaliere, R. Ferraris Franceschi (2000), *Economia aziendale*, Vol. I, Giappichelli, Torino; M. Cattaneo (1979), *Analisi finanziaria e di bilancio. Teoria e tecnica della concessione del credito*, Etas Libri Milano; G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2003), *Manuale di analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano; G. Fiori (2003), "Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici", in C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano; F. Lizza (1988), *Le riclassificazioni di bilancio*, Clua, Ancona; G. Invernizzi (1990), "Strumenti per una diagnosi strategica", in G. Invernizzi, M. Molteni, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etaslibri, Milano; L. De Minico (1929), *Ordinamento del capitale nelle imprese*, Guf, Napoli; P. Onida (1951), *Le discipline economico-aziendali. Oggetto e metodo*, Giuffrè, Milano; L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli (2003), *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino; A. Matacena, M. Tieghi (1997), *Dal bilancio di esercizio alle analisi di bilancio: le riclassificazioni, gli indici ed i flussi*, Clueb, Bologna; R. Palumbo, G. Paolone, L. D'Amico (2001), *Le analisi di bilancio*, Cacucci, Bari; Poddighè F. (a cura di) (2004), *Analisi di bilancio per indici: aspetti operativi*, Cedam, Padova; G. Savioli (1996), *Gli indicatori di bilancio, Gli indicatori per l'analisi dell'efficienza*, Giappichelli, Torino; U. Sosterò, F. Buttignon (2001), *Il modello economico finanziario: introduzione alla costruzione e analisi del bilancio, al calcolo economico e alla valutazione dell'impresa*, Giuffrè, Milano; C. Teodori (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino; C. Teodori (2008), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino; D. Venanzi (2010), *La struttura finanziaria delle imprese*, Pearson, Milano; G. Zappa (1957), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo I e II, Giuffrè, Milano.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

ria di lungo periodo<sup>8</sup>. In assenza di variazioni della strategia aziendale e della sua struttura operativa, le necessità finanziarie imposte dal capitale immobilizzato si manifestano stabili nel tempo, ossia variano al modificarsi della suddetta strategia e struttura operativa;

- il capitale circolante lordo o capitale d'esercizio, costituito da quegli investimenti che daranno origine ad entrate di denaro entro i dodici mesi. Tali investimenti, a differenza delle immobilizzazioni, possono essere sottratti all'attività aziendale senza compromettere il normale funzionamento della stessa. Data la loro ciclicità, essi generano una necessità finanziaria temporanea, fermo restando la capacità dell'azienda di liberare le risorse finanziarie in essi investite in tempi rapidi. Vi fanno parte le disponibilità non liquide (come il magazzino), le liquidità differite e le liquidità immediate.

Dal loro canto, le fonti di finanziamento possono essere osservate secondo un duplice criterio di osservazione: quello della provenienza o quello della durata del ciclo di utilizzo. Applicando il criterio della provenienza, le fonti di finanziamento possono distinguersi nelle seguenti tipologie:

- le fonti di origine interna: si tratta del capitale proprio o capitale a pieno rischio. Esso è rappresentato dal capitale versato dai soci nonché dall'autofinanziamento aziendale. Tale capitale viene altresì definito come *patient money*<sup>9</sup>, ossia come capitale paziente, in quanto esso garantisce quel respiro temporale che risulta fondamentale per la crescita aziendale;
- fonti di origine esterna (ossia i mezzi di terzi): si tratta del capitale di terzi o capitale acquisito con il vincolo del debito. Esso è rappresentato dai debiti verso soggetti esterni, di varia natura. Mentre il capitale proprio è legato in modo permanente all'azienda ed è un capitale paziente, il capitale di terzi è legato all'azienda dal vincolo del debito<sup>10</sup>. Ciò lo rende un capitale meno paziente rispetto al capitale proprio, vincolando maggiormente l'orientamento strategico dell'azienda.

Se la letteratura è concorde nel distinguere le fonti di finanziamento tra fonti di origine interna e fonti di origine esterna, al contrario la composi-

<sup>8</sup> Ferri S., De Luca P. (2009), *Le scelte di finanziamento in ottica strategica*, Ipsoa-Wolters Kluwer, Milanofiori Assago, p. 20.

<sup>9</sup> G. Donna, D. Borsic (2000), *La sfida del valore. Strumenti e strategie per il successo dell'impresa*, Guerini e Associati, Milano, pp. 144 ss.

<sup>10</sup> T. Bianchi (1975), "La finanza aziendale", in AA.VV., *Manuale di Amministrazione aziendale*, Isedi, Milano, p. 61; G. Ferrero (1981), *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, p. 95.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

zione delle singole tipologie di fonti di finanziamento non ha raggiunto una unanime impostazione. Secondo alcuni studiosi<sup>11</sup>, infatti, le fonti interne sono rappresentate dall'autofinanziamento, mentre le fonti di natura esterna sono costituite dai mezzi che l'azienda ha attinto dall'esterno, sotto varie forme (ivi compreso l'apporto dei soci ed il debito).

Applicando il criterio della durata, le fonti di finanziamento possono essere distinte adottando un criterio di classificazione che fa riferimento al lasso temporale entro il quale le fonti comporteranno un esborso finanziario. In particolare, per convenzione, si adotta come riferimento un periodo di tempo pari a dodici mesi, che rappresenta anche la durata del periodo amministrativo. Secondo tale classificazione temporale, le fonti di finanziamento possono così classificarsi:

- il capitale proprio o capitale a pieno rischio, per il quale non è previsto un obbligo di scadenza. Esso è rappresentato dalle risorse finanziarie proprie dell'azienda;
- le fonti di finanziamento a medio/lungo termine, costituite dal capitale a titolo di debito caratterizzato da un esborso finanziario su un periodo di tempo superiore ai dodici mesi. Le fonti di finanziamento a medio/lungo termine, considerate congiuntamente con il capitale proprio, formano il capitale permanente. Esso è l'insieme di quelle fonti di finanziamento sulle quali l'azienda può fare affidamento per un periodo di tempo di media/lunga durata;
- il finanziamento corrente, costituito sia dalle fonti di finanziamento a breve termine (ossia quel capitale a titolo di debito il cui rimborso è inferiore ai dodici mesi) sia dalle fonti di finanziamento a breve ciclo di utilizzo (ossia quel capitale a titolo di debito la cui scadenza non è determinata, ma è tipicamente soggetta a fluttuazione nel breve termine).

Ne consegue che i mezzi di terzi sono rappresentati dalle fonti di finanziamento a medio/lungo termine e dal finanziamento corrente.

Di seguito, viene rappresentata la classificazione delle fonti di finanziamento e degli impieghi, applicando i suddetti criteri di osservazione (Tabella 4.1).

<sup>11</sup> S. Bianchi Martini, A. Quagli (1998), "I processi di finanziamento", in L. Marchi (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, cit., p.119.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 4.1 – Le tipologie di fonti di finanziamento e di impieghi di capitale

	Criteri di osservazione		Classificazione	
Fonti di finanziamento	Provenienza	Interna (Capitale proprio o Capitale a pieno rischio)	Esterna (Mezzi di terzi)	
	Durata del ciclo di utilizzo	Capitale proprio o Capitale a pieno rischio	Finanziamenti a medio/lungo termine	Finanziamenti correnti
Impieghi di capitale	Durata del ciclo di realizzo	Immobilizzazioni o Capitale immobilizzato	Capitale circolante lordo o Capitale d'esercizio	

Fonte: elaborazione personale

Con riferimento alla suddetta struttura finanziaria, l'area funzionale della finanza ha, tra gli altri, il compito di creare un equilibrio tra le diverse fonti di finanziamento necessarie all'azienda, in relazione alla durata ed alla provenienza delle stesse. Inoltre, essa deve ricercare un adeguato livello di capitalizzazione e perseguire il reperimento di nuove forme di finanziamento a condizioni convenienti<sup>12</sup>.

Anche sotto il profilo degli impieghi, l'area finanza deve ricercare un equilibrio tra le differenti tipologie degli stessi. A tal fine, essa deve tenere in considerazione una duplice esigenza: da un lato, disporre di un quantitativo di liquidità in forma già disponibile oppure prontamente disponibile; dall'altro, creare quelle condizioni per una proficua redditività nel lungo periodo, derivanti da opportune scelte di investimento nell'ottica della crescita aziendale.

In un'ottica congiunta, l'area finanza deve, altresì, ricercare un equilibrio<sup>13</sup> tra gli impieghi di capitale (ossia i fabbisogni di capitale) e le relative

<sup>12</sup> G. Ferrero (1981), *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, pp. 3 ss.

<sup>13</sup> La disciplina dell'Economia Aziendale ha riservato particolare attenzione al concetto di equilibrio applicato al sistema azienda. Lo dimostra il fatto che, secondo alcuni studiosi, l'Economia Aziendale possa essere definita come la scienza volta a ricercare quelle leggi riguardanti le condizioni di equilibrio dell'azienda, intese come manifestazioni preventive di un andamento che risulta variabile nel tempo. L'Economia Aziendale indaga, altresì, quelle leggi che permettono la conservazione, il perfezionamento, la perdita o il ristabilire delle condizioni di equilibrio, nonostante la mutevolezza degli andamenti che interessano l'azienda (A. Amaduzzi, 1949, *Il sistema dell'impresa nelle condizioni prospettive del suo equilibrio*, Signorelli, Roma). Il sistema azienda è considerabile in equilibrio se esso presenta un livello soddisfacente delle sue condizioni obiettive, sia in termini di composizione sia di funzionamento, oltre a mostrare l'attitudine al raggiungimento del fine perseguito dal soggetto economico (C. Rossi, 1994, "Il sistema aziendale e le sue condizioni prospettive di equilibrio", in Rossi C., a cura di, *Temi e applicazioni di Economia Aziendale*, Cisalpino, Bologna, p. 50). La letteratura ha poi distinto le condizioni di equilibrio oggettivo da quelle

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

modalità di copertura (ossia le fonti di finanziamento) in un particolare istante della vita aziendale, andando a considerare le caratteristiche morfologiche del binomio fonti-impieghi<sup>14</sup> (Figura 4.2).

di equilibrio soggettivo. In un'ottica oggettiva, l'azienda deve orientarsi su un equilibrio minimo, che sussiste se l'impiego dei fattori produttivi di natura produttiva, organizzativa e gestionale sono volti a garantire un livello di economica continuità del business aziendale. Inoltre, è necessaria una adeguata remunerazione di tutti i fattori produttivi impiegati, oltre ad una attitudine a produrre un livello minimo di profitto che permetta sia di proseguire l'attività aziendale nel tempo, sia di migliorare l'entità del reddito (A. Beretta Zanoni, 1999, *Pianificazione, controllo e bilancio del valore*, Giuffrè, Milano, pp. 44 ss.). In un'ottica soggettiva, le condizioni soggettive esistono se, dopo il rispetto di quelle minime di natura oggettiva, l'imprenditore valuta in modo soddisfacente lo stato raggiunto dal sistema azienda in virtù delle sue aspettative.

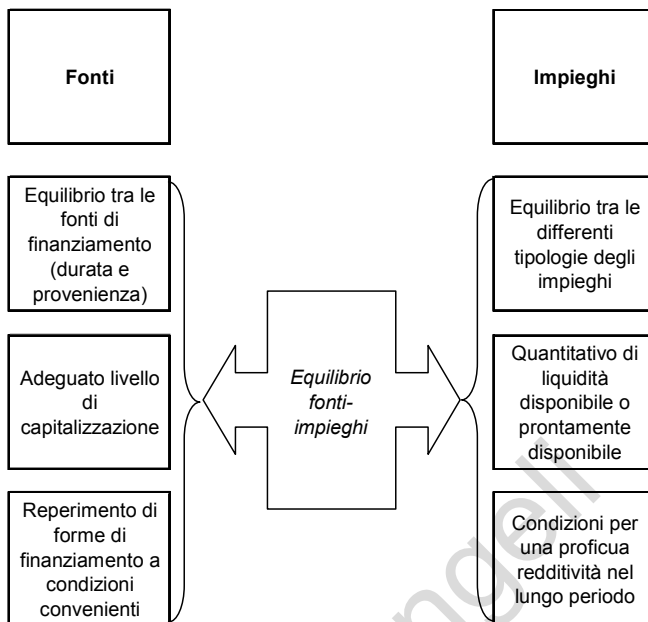
La letteratura si è rivolta ai suddetti equilibri con terminologie spesso differenti. Seppur in modo non esaustivo, di seguito vengono riprese alcune interpretazioni in merito alle quali si fa rimando per un maggiore approfondimento dottrinale. In aggiunta all'equilibrio economico, gli studiosi fanno riferimento ad altre forme di equilibrio, derivanti "dall'equazione del finanziamento alla produzione" e "dall'equazione del finanziamento di breve termine" (o "equazione di cassa"): tali equilibri vengono intesi in modo congiunto, poiché essi influenzano congiuntamente la vita dell'azienda. Oltre ai suddetti tre equilibri, gli studiosi fanno altresì riferimento ad altre "equazioni particolari", che permettono di verificare l'efficacia del sistema azienda, considerandolo nel suo funzionamento reale. A. Amaduzzi (1978), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, cit., pp. 209 ss. Gli studiosi si sono poi riferiti ad un equilibrio generale del sistema azienda, il quale dipende da un «sistema delle condizioni di equilibrio del sistema aziendale», dettato dalla presenza di una serie di equilibri particolari, quali «l'equilibrio economico», «l'equilibrio tra necessità finanziarie totali e fonti di finanziamento totali», «l'equilibrio tra impieghi e fonti a breve termine» e «l'equilibrio monetario». C. Rossi (1994), "Il sistema aziendale e le sue condizioni prospettiche di equilibrio", in Rossi C. (a cura di), *Temi e applicazioni di Economia Aziendale*, cit., pp. 51 ss.

La presenza di una condizione di equilibrio potrebbe non essere costante nel tempo; infatti, a causa dell'apertura e della dinamicità del sistema azienda, le raggiunte condizioni di equilibrio potrebbero non permanere nel tempo. G. Farneti (2007), *Economia d'Azienda*, cit., p. 3; G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., pp. 5 ss.; G. Melis (2001), *Elementi di Economia Aziendale*, cit., pp. 35 ss.; C. Masini (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino, pp. 18 ss.; A. Rugiadini (1979), *Organizzazione d'impresa*, Giuffrè, Milano, pp. 11 ss.; F. Vermiglio (1984), *Il bilancio sociale nel quadro evolutivo del sistema di impresa*, Grafo, Messina, p. 54. In particolare, tali condizioni potrebbero modificarsi in senso negativo (M. De Sarno, 1992, *Gli equilibri d'impresa nei loro diversi riflessi contabili*, cit., p. 39) oppure subire un cambiamento favorevole (A. Amaduzzi, 1993, *Manuale di economia aziendale*, Cacucci, Bari, p. 70). Tale nota, opportunamente elaborata, è tratta da E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino, pp. 115 ss.

<sup>14</sup> G. Brugger (1982), "Le decisioni finanziarie", in G. Pivato (a cura di), *Trattato di finanza aziendale*, FrancoAngeli, Milano, pp. 812 ss.; G. Ferrero (1981), *Finanza aziendale*, cit., p. 28.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 4.2 – Il ruolo della funzione finanza



Fonte: elaborazione personale

La figura seguente illustra il raffronto tra gli impieghi di capitale e le fonti di finanziamento (Figura 4.3).

Fig. 4.3 – Il raffronto tra gli impieghi di capitale e le fonti di finanziamento

IMPIEGHI		FONTI	
Immobilizzazioni	Immobilizzazioni nette	Capitale a pieno rischio	Capitale Permanente
	Disponibilità non liquide		
Capitale circolante lordo	Liquidità Differite	Finanziamenti correnti	Capitale Corrente
	Liquidità Immediate		
			Capitale Proprio

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Se si considera il contesto italiano, le aziende sono caratterizzate da una elevata esposizione finanziaria, con prevalenza nei confronti delle banche<sup>15</sup>. In aggiunta, esso è caratterizzato da una preponderanza di aziende che, osservando il giudizio attribuito dalle agenzie di rating, vengono definite “*non investment grade*”: la loro struttura economica, finanziaria e patrimoniale rende alto il rischio derivante dalla sottoscrizione di titoli azionari o obbligazionari. Queste aziende manifestano notevoli difficoltà sia nella raccolta del capitale sui mercati finanziari, sia nell'ottenimento del credito da parte delle banche. Allo stesso tempo, esse sono coinvolte da un processo di disimpegno da parte del sistema bancario rispetto alle posizioni precedenti.

Tale situazione potrebbe differire nel caso in cui l'azienda dovesse intraprendere un processo di risanamento: la validità del piano di risanamento potrebbe suggerire sia gli sforzi imprenditoriali volti a superare il periodo di difficoltà finanziaria, sia le ritrovate attitudini aziendali nel raggiungere nuove condizioni di sopravvivenza.

Ciò è dovuto ad un insieme di variabili, che hanno influenzato fortemente l'atteggiamento del sistema bancario almeno fino al 2008. Si pensi all'eccesso di credito che le banche hanno concesso alle aziende; così come alla scelta degli istituti di credito di far fronte alle differenti e molteplici necessità finanziarie delle aziende, sia nel breve termine grazie a differenti forme di finanziamento (come i fidi di natura commerciale, i prestiti chirografari volti a finanziare gli impieghi di magazzino, e il factoring), sia nel medio/lungo periodo mediante gli strumenti del mutuo bancario e del leasing finanziario o operativo. Dopo il 2008, si è registrato un atteggiamento inverso da parte del sistema bancario: vi è stato un graduale disimpegno nei confronti delle aziende non virtuose, mentre la disponibilità nei confronti delle aziende ritenute meritevoli è mantenuta all'incirca stabile. Attualmente, tale dinamica sembra essere confermata con riferimento alla copertura del fabbisogno a breve termine, mentre si registrano degli atteggiamenti contrastanti se ci si riferisce al fabbisogno di medio/lungo termine<sup>16</sup>.

L'atteggiamento del sistema bancario ha comportato una sostanziale incapacità dell'azienda di governare la funzione finanziaria. In aggiunta, si sta rendendo necessario un processo di cambiamento culturale nei confronti della copertura del proprio fabbisogno finanziario; a ciò si aggiunge anche un percorso di miglioramento dei propri indicatori di natura patrimoniale, finanziaria ed economica.

<sup>15</sup> A. Mazzoleni (2012), *La comunicazione economico-finanziaria delle imprese con il sistema bancario*, McGraw-Hill, Milano, pp. 61 ss.

<sup>16</sup> G. Forestieri (2014), “I nuovi canali di finanziamento delle imprese Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio”, *Bancaria*, 6, p. 4.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Per valutare la presenza di uno stato di equilibrio o di disequilibrio finanziario nell'ambito della struttura finanziaria (intesa in un'ottica statica), l'azienda può utilizzare la tecnica dell'analisi di bilancio.

L'analisi di bilancio è utile per selezionare una serie di indicatori che possono influenzare il peso dei mezzi di terzi. Gli spunti di riflessione qui emersi saranno utilizzati nella parte empirica del lavoro: in essa, alcuni indicatori di struttura e situazione finanziaria saranno selezionati per costruire la bozza teorica del modello di riferimento.

Di seguito, la trattazione segue la seguente articolazione:

- l'analisi di bilancio come strumento di analisi della struttura finanziaria dell'azienda;
- gli indicatori per l'analisi della struttura finanziaria;
- gli indicatori di situazione finanziaria funzionali al completamento dell'analisi della struttura finanziaria.

#### 4.2.1. *L'analisi di bilancio come strumento di analisi della struttura finanziaria dell'azienda*

Si è detto che la bozza teorica del modello generale di riferimento si baserà anche su alcuni spunti di riflessione che emergeranno dall'analisi di bilancio. Pertanto, diventa interessante focalizzare l'attenzione sul documento di bilancio, il quale rappresenta il documento di partenza per effettuare l'analisi di bilancio.

Nonostante una serie di limiti suggeriti dalla letteratura circa la sua attendibilità e intelligibilità<sup>17</sup>, il bilancio rappresenta un documento di estrema rilevanza ai fini informativi<sup>18</sup>. Il suo ruolo informativo può essere inteso

<sup>17</sup> G. Airoldi, G. Brunetti, V. Coda (1994), *Economia aziendale*, cit., pp. 185 ss.; AA.VV. (1998), *Ricordo di Giovanni Ferrero*, Giuffrè, Milano, p. 31; P. Andrei (2003), "La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio", in P. Andrei, S. Azzali, A.M. Fellegara, E. Orlandoni, *Il bilancio di esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 6; S. Branciarri (2003), "Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali", in S. Branciarri (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, FrancoAngeli, Milano, pp. 25 ss.; G. Donna (1999), *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma, pp. 37 ss.; L. Guatri (1991), *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, p. 7; A. Maticena (1984), *Impresa e ambiente. Il bilancio "sociale"*, Clueb, Bologna; F. Pezzani (1993), "L'economia d'azienda e le determinazioni quantitative. L'evoluzione dell'informativa di bilancio", in P. Andrei, S. Azzali, A. Bisaschi, A.M. Fellegara, F. Pezzani, *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano, pp. 27 ss.; S. Terzani (1995), *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, pp. 9 ss.

<sup>18</sup> Giacosa E. (2011), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., pp. 119 ss.; E. Giacosa (2012), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Giappichelli, Torino, pp. 95 ss.; E. Giacosa (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., pp. 106 ss.; M. Pizzo (1996), *Natura economica e funzione informativa dei conti d'ordine*, Cedam, Padova, p. 1.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

in una duplice visione<sup>19</sup>. In primo luogo, secondo un'ottica più tradizionale, esso può essere considerato come la sintesi del sistema di contabilità generale riferito ad un certo lasso temporale, al fine di rappresentare le risultanze dei singoli esercizi amministrativi. In secondo luogo, in un'ottica più ampia, esso rappresenta un sistema di dati o "pacchetto informativo" che, periodicamente, viene elaborato e raccolto in un unico documento informativo, nell'ottica di illustrare l'andamento della gestione.

In un'ottica esterna, esso costituisce il principale documento di informazione, ossia il fulcro del sistema informativo esterno, dal momento che esso genera la maggior parte delle informazioni destinate all'esterno<sup>20</sup>. In particolare, esso permette agli stakeholders<sup>21</sup> di valutare le performance quantitative e qualitative raggiunte dall'azienda<sup>22</sup>. Esso contribuisce alla valutazione dello stato di salute dell'azienda<sup>23</sup>, anche mediante il raffronto con altri competitor operanti nello stesso settore o mercato<sup>24</sup>. Spesso, esso rappresenta l'unico strumento informativo a disposizione degli stakeholder per stabilire lo stato di salute aziendale<sup>25</sup>.

<sup>19</sup> A. Quagli (2013), *Bilancio di esercizio e principi contabili*, sesta edizione, Giappichelli, Torino, p. 3.

<sup>20</sup> P. Capaldo (1998), *Reddito, capitale e bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, p. 221; G. Fiori (2003), "Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici", in C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 3; A. Lai (1997), *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, FrancoAngeli, Milano, pp. 16 ss.; L. Marchi, S. Marasca (1994), *Il bilancio civilistico-fiscale. I nuovi principi di classificazione e valutazione*, 2ª edizione, EBC Ergon Business Communication, Milano, p. 1; S. Terzani (1995), *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova, pp. 9 ss.; C. Teodori (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, p. 23.

<sup>21</sup> A. Amaduzzi (1949), *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Cacucci, Bari, pp. 16 ss.; A. Amaduzzi (1976), *I bilanci di esercizio delle imprese*, Utet, Torino, p. 41 ss.; A. Provasoli (2007), "Prefazione", in A. Provasoli, A. Viganò, *Bilancio. Valutazioni, lettura, analisi*, Egea, Milano, p. 13; R.G. Eccles, S.C. Mavrinac (1995), "Improving the corporate disclosure process", *Sloan Management Review*, 36, 4, pp. 11 ss.; B. Lev (1992), "Information disclosures strategy", *Californian Management Review*, 34 (Summer), pp. 9 ss.; S. Terzani (1995), *Introduzione al bilancio di esercizio*, cit., pp. 9 ss.

<sup>22</sup> M.S. Avi (1995), *Gli aspetti contabili delle imprese alberghiere*, Giappichelli, Torino, p. 3.

<sup>23</sup> G. Brunetti (1995), "Le riclassificazioni delle sintesi di bilancio", in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano, p. 5; B. Campedelli (1998), *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, cit., p. 40; G. Fiori (2003), "Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici", in C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 3; M. Molteni (2000), "Tendenze evolutive in atto nella comunicazione di bilancio", in M. Molteni (a cura di), *Valore, strategia, bilancio*, Egea, Milano, p. 31.

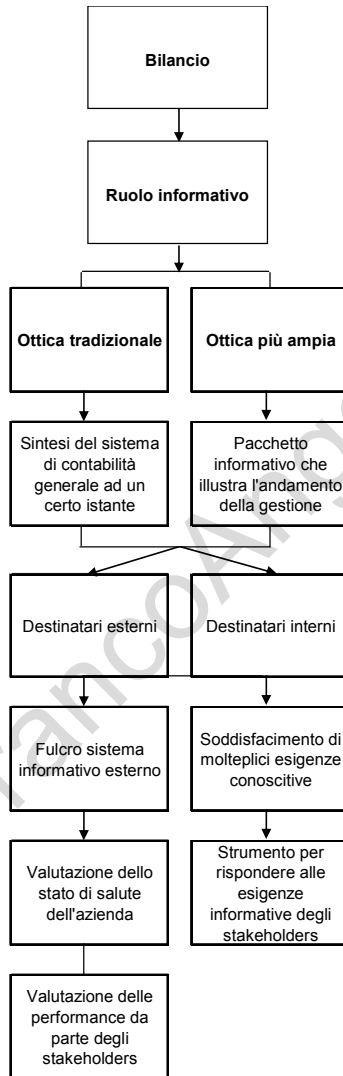
<sup>24</sup> C. Teodori (1997), *L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti*, in D. M. Salvioni (a cura di) *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, p. 248.

<sup>25</sup> A. Amaduzzi (1993), *Manuale di Economia aziendale*, Cacucci, Bari, p. 354. C. Teodori (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, p. 5.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

In un'ottica interna, il bilancio è, altresì, uno strumento informativo, in quanto esso permette il soddisfacimento di molteplici esigenze conoscitive manifestate dai soggetti operanti in azienda<sup>26</sup> (Figura 4.4).

Fig. 4.4 – Le funzioni del bilancio d'esercizio



Fonte: elaborazione personale

<sup>26</sup> P. Bastia (1995), *Il bilancio d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 7. E. Laghi (1995), *La nota integrativa e l'informazione esterna d'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 9.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Data la rilevanza informativa del bilancio, nonché l'evoluzione del suo ruolo informativo in ambito economico-finanziario nei confronti degli stakeholders<sup>27</sup>, esso diventa uno strumento interpretativo dell'andamento

<sup>27</sup> Il ruolo informativo in ambito economico-finanziario del bilancio è stato lungamente discusso dalla letteratura, anche in un'ottica della sua evoluzione nel tempo. Senza presunzione di esaustività, si citano, tra gli altri contributi, le seguenti opere. A. Amaduzzi (1949), *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio di esercizio*, Cacucci, Bari; A. Amaduzzi, G. Paolone (1986), *I bilanci di esercizio delle imprese*, 4<sup>a</sup> edizione, Utet, Torino; D. Amodeo (1969), "Il bilancio delle società per azioni come strumento di informazione", in AA.VV., *Scritti in onore di Giordano Dell'Amore*, Giuffrè, Milano; P. Andrei, S. Azzali, A. Fellegara, E. Orlandoni (2000), *Il bilancio d'esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano; E. Ardemani (1991), *L'impresa. Economia, controllo e bilancio*, vol. III, *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano; S. Azzali (1996), *Il sistema delle informazioni di bilancio delle aziende di produzione*, Giuffrè, Milano; A. Bandettini (1997), "Il ruolo del bilancio di esercizio nel processo comunicazionale d'azienda", in AA.VV., *Scritti di Economia Aziendale in memoria di Raffaele d'Oriano*, Cedam, Padova; G. Brunetti (1986), *Contabilità e bilancio di esercizio*, Libreria Universitaria Editrice, Milano; A. Bruni (1961), *Origine e scopi del bilancio*, Giuffrè, Milano; M. Cattaneo (1965), *Introduzione allo studio del bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano; G. Bruni (1979), *Le strutture di bilancio*, Isedi, Milano; Di Cagno (1995), *Il bilancio d'esercizio*, 2<sup>a</sup> edizione, Cacucci, Bari; B. Campedelli (1990), *Principi di bilancio in Europa*, Giappichelli, Torino; M.S. Avi (1990), *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova; P. Capaldo (1975), "Qualche riflessione sull'informazione esterna d'impresa", *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 2; C. Caramiello (1989), *Indici di bilancio*, Ipsoa, Milano; M. Lacchini (1989), *Principi di redazione del bilancio. Nello schema di legge delegata per il recepimento della quarta direttiva CEE*, Giuffrè, Milano; C. Caramiello (1994), *Il bilancio di esercizio, ieri e oggi. Brevi note per un confronto*, Giuffrè, Milano; F. Ranalli (1994), *Il bilancio di esercizio. Caratteristiche e postulati*, I vol., Aracne, Roma; M. Caratozzolo (1998), *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano; M.A. Cattaneo (1979), *Bilancio di esercizio nelle imprese. Finalità e struttura*, Etas, Milano; G. Catturi (1984), *La redazione del bilancio d'esercizio*, Cedam, Padova; G. Catturi (1988), *La redazione del bilancio di esercizio. Secondo la dottrina, la normativa comunitaria, civilistica e fiscale*, Cedam, Padova; G. Catturi (1992), *La redazione del bilancio*, Cedam, Padova; A. Ceccherelli (1961), *Il linguaggio dei bilanci*, settima edizione, Le Monnier, Firenze; V. Coda (1983), "Trasparenza dei bilanci di esercizio e principi contabili", *Rivista dei dottori commercialisti*, n. 2; V. Coda, G. Frattini (1986), *Valutazione di bilancio. Principi economici, norme civili, norme fiscali*, Libreria Universitaria Editrice, Milano; R. D'Oriano (1990), *Sugli sviluppi dell'informazione di bilancio*, Editoriale Scientifica, Napoli; C. Devecchi (1989), *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino; F. Dezzani (1974), *La certificazione del bilancio*, Giuffrè, Milano; F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (1991), *Il bilancio e la IV direttiva CEE*, Giuffrè, Milano; F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (1996), *Il bilancio*, Giuffrè, Milano; G. Di Stefano (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano; P. Di Toro, G. Iannello (1996), *La politica di redazione del bilancio di esercizio*, Cedam, Padova; G. Ferrero (1981), "La formazione del bilancio di esercizio nella dottrina e nella pratica amministrativa: unicità del bilancio e pluralità di obiettivi, unitarietà del bilancio e analiticità delle connesse valutazioni", in AA.VV., *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese*. Studi in onore di Pietro Onida, Giuffrè, Milano; G. Ferrero, F. Dezzani (1992), *Contabilità e bilancio d'esercizio*, vol. I, Giuffrè, Milano; G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2001), *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano; E. Giacosa (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., pp. 106 ss.; E. Giacosa (2012), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Giappichelli, Torino, pp. 95 ss.; E. Giacosa

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

aziendale sotto il profilo economico-finanziario in un certo lasso temporale di riferimento<sup>28</sup>. Ciò è reso possibile grazie all'analisi di bilancio: nonstan-

(2012), L'economia delle aziende di abbigliamento, cit., pp. 119 ss.; E. Giannessi (1979), *Apunti di economia aziendale*, Pisa, Pacini; F. Giunta (2005), *Il bilancio*, Apogeo, Milano; F. Lizza (1989), *Le riclassificazioni di bilancio: il Conto Economico*, Clua, Ancona; S. Sarcone (1989), *Bilancio annuale delle società di capitali e la quarta direttiva CEE*, Cacucci, Bari; L.C. Lucianetti (1990), *Bilanci d'impresa e bilancio tipo*, Giappichelli, Torino; S. Marasca (1996), "Il ruolo del bilancio come strumento di informazione tra piccola impresa e soggetti esterni", in AA.VV., *Il bilancio della piccola impresa. Caratteristiche strutturali e capacità informativa*, Giappichelli, Torino; S. Marasca (1999), *Le valutazioni nel bilancio di esercizio*, Giappichelli, Torino; L. Marchi (1995), "L'analisi economico-finanziaria del profilo strategico", in L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino; L. Marchi, A. Quagli (1991), *Bilancio gestionale. Evoluzione del sistema contabile e sintesi economica e finanziaria*, Ergon Business Communication, Milano; A. Maticena (1988), *Introduzione allo studio del bilancio di esercizio*, Clueb, Bologna; A. Maticena (1993), *Il bilancio di esercizio. Strutture formali, logiche sostanziali e principi generali*, Clueb, Bologna; G. Melis (1983), *Bilancio di esercizio nell'impresa cooperativa*, Cedam, Padova; P. Mella (1983), *Contabilità generale e bilancio d'esercizio*, Ipsosa, Milano; P. Mella (1990), *Indici di bilancio*, Pirola, Milano; P. Onida (1951), *Il bilancio d'esercizio delle imprese*, Giuffrè, Milano; P. Onida (1974), *Il bilancio d'esercizio dell'impresa. Le sue differenziazioni e la sua interpretazione*, Giuffrè, Milano; O. Paganelli (1977), *Analisi di bilancio*, Clueb, Bologna; S. Terzani (1978), *Le comparazioni di bilancio*, Cedam, Padova; O. Paganelli (1991), *Analisi di bilancio. Indici e Flussi*, Utet, Torino; O. Paganelli (1991), *Bilancio di esercizio. Problemi di valutazione*, Clueb, Bologna; A. Paolini (1995), "Il bilancio di esercizio come strumento di controllo, programmazione e diagnosi strategica nelle piccole imprese", *Piccola impresa-Small business*, n. 2; N.G. Paolone (1995), *Il bilancio di esercizio delle imprese in funzionamento e dei gruppi societari*, Giappichelli, Torino; B. Passaponti (1990), *Il bilancio dell'azienda elettrica nel quadro dei bilanci a contenuto obbligatorio*, Giuffrè, Milano; F. Pezzani (1993), "L'economia d'azienda e le determinazioni quantitative. L'evoluzione dell'informativa di bilancio", in F. Pezzani (a cura di), *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano; R. Poli (1971), *Il bilancio d'esercizio. Evoluzioni e prospettive nell'economia dei paesi industrialmente progrediti*, Giuffrè, Milano; A. Provasoli (1974), *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano; F. Ranalli (1984), *Sulla capacità informativa delle strutture di bilancio*, Cedam, Padova; N. Rossi (1965), *Il bilancio dell'impresa*, Giuffrè, Milano; G. Rusconi (1988), *Bilancio sociale e d'impresa. Problemi e prospettive*, Giuffrè, Milano; D.M. Salvioni (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino; E. Santesso (1991), *Valutazione di bilancio: aspetti economico-aziendali e giuridici*, Giappichelli, Torino; M. Sica (1990), *Economia e bilanci d'impresa. Tematiche, ricerche e studi vari*, Utet, Torino; L.C. Lucianetti (1990), *Bilanci d'impresa e bilanci "tipo"*, Giappichelli, Torino; F. Superti Furga (1991), *Il bilancio d'esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano; S. Terzani (1995), *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova; G. Troina (1994), *Note introduttive al bilancio d'esercizio*, Nuova cultura, Roma; E. Viganò (1973), "L'informativa esterna d'impresa", *Rivista dei dottori commercialisti*, maggio-giugno; E. Viganò (1990), *L'impresa e il bilancio europeo*, Cedam, Padova.

<sup>28</sup> G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale di analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 6; B. Passaponti (1990), *Il bilancio dell'azienda elettrica nel quadro dei bilanci a contenuto obbligatorio*, Giuffrè, Milano, p. 59.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

te una serie di limitazioni suggerite dalla letteratura<sup>29</sup>, essa rappresenta una tecnica con finalità segnaletica<sup>30</sup> volta a valutare la presenza o assenza di

<sup>29</sup> R.A. Brealey, S.C. Myers (1988), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, New York, p. 648; M. Froli, K. Giusepponi, A. Quagli (1994), *Analisi di bilancio. Indici e flussi finanziari*, Clua, Ancona, pp. 57 ss.; P. Galbiati (1999), *La struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano, p. 32.

<sup>30</sup> B. Campedelli (1998), *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, Giappichelli, Torino, p. 40; G. Brunetti (1995), "Le riclassificazioni delle sintesi di bilancio", in G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano, p. 5; E. Giacosa (2012), *La comunicazione economico-finanziaria nel sistema d'impresa*, cit., pp. 108 ss.; E. Giacosa, A. Mazzoleni (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, pp. 108 ss. Sulla funzione segnaletica delle analisi di bilancio per indici si veda anche le seguenti opere, seppur tale elenco pecchi di mancata esaustività. L. Bernstein, J.J. Wild (1998), *Financial Statement Analysis*, McGraw-Hill, New York; G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto (1984), *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano; S. Torcivia (1990), *Le determinazioni del R.O.E.: i differenti scopi conoscitivi in ambiti aziendali differenziati*, Giuffrè, Milano; R. Di Pietra (1996), *Analisi di bilancio e simulazioni di decisioni gestionali: un caso aziendale*, Copinfax, Siena; G. Savioli (1996), *Gli indicatori di bilancio. Gli indicatori per l'analisi dell'efficienza*, Giappichelli, Torino; E.A. Helfert (1997), *Techniques of Financial Analysis*, McGraw-Hill, New York; C. Teodori (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino; R. Palumbo, G. Paolone, L. D'Amico (2001), *Le analisi di bilancio*, Cacucci, Bari; U. Sostero, F. Buttignon (2001), *Il modello economico finanziario: introduzione alla costruzione e analisi del bilancio, al calcolo economico e alla valutazione dell'impresa*, Giuffrè, Milano; R.W. Ingram, T.L. Albright, B.A. Baldwin (2002), *Financial Accounting. Information for decisions*, Thomson South-Western, Mason; L. Anselmi (a cura di), *L'equilibrio economico nelle aziende sanitarie*, Il Sole 24 Ore, Milano; G. Fiori (2003), "Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici", in C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio, Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano; F. Poddighe (a cura di) (2004), *Analisi di bilancio per indici: aspetti operativi*, Cedam, Padova; A. Montrone (2005), *Il sistema delle analisi di bilancio per la valutazione dell'impresa*, FrancoAngeli, Milano; R.C. Higgins (2007), *Analysis for Financial Management*, McGraw-Hill Irwin, New York; M. Rea (2008), *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli, Torino; L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli (2003), *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino; F. Corno, G. Lombardi Stocchetti (a cura di) (1995), *Il bilancio di esercizio: lettura e interpretazione*, Guerini, Milano; G. Foster (1998), *Financial statement analysis*, Prentice Hall, Englewood Cliffs; M.S. Fridson (1995), *Financial statement analysis*, Wiley & Sons, New York; F. Giunta (1992), *L'impiego dei nuovi schemi di bilancio di derivazione comunitaria per le analisi economico-finanziarie d'impresa*, Cedam, Padova; P. Mella (1996), *Indici di bilancio*, Il Sole 24 Ore, Milano; O. Gabrovec Mei (1985), *Le analisi di bilancio condotte con le tecniche dei rapporti e dei flussi*, Cluet, Trieste; S. Mascheretti, S. Merusi (1992), *Guida all'analisi di bilancio*, Etas, Milano.

Nonostante la bontà della tecnica dell'analisi di bilancio come strumento dall'elevato grado segnaletico, essa non va comunque intesa come esauriente nella formulazione di un giudizio sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda, in quanto tale giudizio va inteso come parziale, frammentario e privo di significato autonomo. Al contrario, il quadro prodotto dall'analisi di bilancio rappresenta un punto di partenza per indagini ed osservazioni successive aventi per oggetto non soltanto il bilancio, ma tutta la gestione, indagata nella sua dinamicità e considerando anche le connesse condizioni ambientali e di mercato

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

uno stato di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dell'azienda<sup>31</sup>, anche grazie ad un raffronto spaziale e temporale<sup>32</sup>.

Riferendosi all'analisi di bilancio per indici, essa produce una serie di elementi di sintesi<sup>33</sup>, costituiti dagli indicatori di natura economica, finan-

che influenzano l'attività aziendale. G. Ferrero (1972), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 120, pp. 301 ss.; G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, cit., p. 107. Lo strumento dell'analisi di bilancio per indici deve, quindi, essere supportato da ulteriori indagini qualitative di natura dimensionale volte ad interpretare le informazioni presenti nel bilancio, quali la quota di mercato, che permette di quantificare la dimensione del business aziendale, nonché il grado di fedeltà del cliente. E. Cavaliere (1970), *Dimostrazioni sperimentali dei principi di economia aziendale e di ragioneria*, Bozzi, Genova, p. 21; B. Campedelli (1998), *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, cit., pp. 79 ss. Inoltre, altri strumenti di natura quantitativa hanno il compito di integrare la funzionalità informativa dell'analisi di bilancio, quali i meccanismi di programmazione e controllo. S. Sciarelli (1995), *La crisi d'impresa*, Cedam, Padova, p. 35.

<sup>31</sup> G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto (1990), *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano, pp. 140 ss.; M. De Sarno (1982), *Equilibrio e crisi delle imprese*, Cedam, Padova, pp. 19 ss.; G. Fiori (2003), "Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici", in C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio*, cit., pp. 13 ss.; I. Facchinetti (2002), *Rendiconto finanziario e analisi dei flussi*, Il Sole 24 Ore, Milano, pp. 1 ss.; G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, pp. 3 ss.; P. Pisoni (1996), "Le caratteristiche del sistema azienda", in AA.VV., *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, pp. 29 ss.

<sup>32</sup> M. Bergamin Barbato (1974), "Il valore segnaletico degli indici di bilancio in rapporto ai criteri seguiti per la loro determinazione", in V. Coda, G. Brunetti, M. Bergamin Barbato M., *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano; N. Castellano (2008), "L'uso dell'analisi di bilancio", in A. Danovi, A. Quagli A. (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano, p. 85; G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale delle analisi di bilancio – Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, pp. 27 ss. In merito alla comparazione spaziale, alcuni studiosi hanno sottolineato la mancanza di significato di una comparazione tra aziende, poiché ogni azienda è unica e, come tale, difficilmente raffrontabile con altre realtà economiche. L. Guatri (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano, p. 72; C. Teodori (2002), "L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti", in Salvioni D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino, p. 248. Con riferimento all'efficacia della comparazione temporale, si veda in particolare: P. Galbiati (1999), *La struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano, p. 32; S. Terzani (1978), *Le comparazioni di bilancio*, Padova, Cedam, pp. 174 ss.

<sup>33</sup> S.P. Baginski, J.M. Hassel, (2004), *Management decision and financial accounting reports*, Thomson South-Western, Mason; P. Bastia (1996), *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*, cit., pp. 44 ss.; C. Caramiello (1993), *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 9; S. Cautogno (2012), *Economia aziendale e ragioneria generale: analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, Simone, Napoli; V. Coda, G. Brunetti, M. Bergamin Barbato (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, Etas, Milano; G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, pp. 3 ss.; G. Fiori (2003), "Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici", in C. Caramiello, F. Di Lazzaro, G. Fiori, *Indici di bilancio*, cit., pp. 13 ss.; G. Foster (1986), *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs; E. Giacosa (2012), *La comunicazione economico-finanziaria*

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

ziaria e patrimoniale. Essi vanno a produrre un sistema unitario di informazioni aventi per oggetto l'azienda, nell'ambito di un sistema di rapporti tra classi di valori riferiti parzialmente o globalmente all'impresa<sup>34</sup>. Ciò è dovuto alla stretta interdipendenza tra i fattori che influenzano gli indicatori stessi<sup>35</sup>, dovuta all'unitarietà del sistema azienda nel suo complesso.

Il suddetto sistema unitario di informazioni è riferito ad un'ottica temporale di breve e di medio/lungo periodo, anche grazie ad uno sforzo di suddivisione<sup>36</sup> della vita aziendale su più periodi amministrativi.

L'informativa prodotta riflette le condizioni operative in termini di attitudine produttiva, commerciale e manageriale dell'azienda, sintetizzando il trend dei risultati conseguiti<sup>37</sup>. Ciò ha luogo sia in un'ottica attuale sia in

*d'impresa*, cit., pp. 106 ss.; E. Giacosa (2012), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit., pp. 120 ss.; E. Giacosa (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., pp. 108 ss.; G. Giroux (2003), *Core concepts of Financial Analysis. A User Approach*, Wiley, River Street, Hoboken; F. Giunta (2007), *Analisi di bilancio. Riclassificazioni, indici e flussi*, Centro Stampa Il Prato, Firenze; E.A. Helfert (1997), *Techniques of Financial Analysis*, McGraw-Hill, New York; R.C. Higgins (2007), *Analysis for Financial Management*, McGraw-Hill, New York; R.W. Ingram, T.L. Albright, B.A. Baldwin (2002), *Financial Accounting. Information for decisions*, Thomson South-Western, Mason; G. Invernizzi (1990), "Strumenti per una diagnosi strategica", in G. Invernizzi, M. Molteni, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etaslibri, Milano, p. 55; G. Lombardi Stocchetti (2013), *Valutazione e analisi di bilancio*, Pearson, Milano; R.F. Meigs, J.R. Williams, S.F. Haka, M.S. Bettner (2001), *Financial Accounting*, Irwin McGraw-Hill, New York; P. Mella (1998), *Indici di bilancio: guida alla procedura per l'analisi e il controllo di gestione aziendale*, Il Sole24Ore, Milano; P. Mella, M. Navaroni (2012), *Analisi di bilancio: indici e flussi*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna; J.O. Orrigan (1968), "A Short History of Financial Ratio Analysis", *Accounting Review*, XLIII April, pp. 284-294; G. Paolucci (2013), *Analisi di bilancio*, FrancoAngeli, Milano; A. Prencipe (2011), *Bilancio consolidato: tecniche di redazione e di analisi*, Egea, Milano; A. Quagli (2013), *Bilancio di esercizio e principi contabili*, sesta edizione, Giappichelli, Torino; U. Sostero (2014), *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano; S. Torcivia (2010), *L'analisi di bilancio per indici delle aziende vitivinicole siciliane grandi*, ISI, Palermo; Giusepponi K., Bartolacci F. (2003), "Le riclassificazioni e l'analisi di bilancio per indici e flussi nell'affidamento alla clientela", in A. Paolini, *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese*, Giappichelli, Torino; B. Value (2001), *Guide to Analysing Companies*, The Economist, Profile Books, London; J.C. Van Home (1972), *Financial management and policy*, 2<sup>nd</sup> edition, Prentice Hall International, London; J.F. Weston, E.F. Brigham (1978), *Managerial Finance*, The Dryden Press, Hinsdale.

<sup>34</sup> P. Andrei (1996), "La prevenzione dei dissesti aziendali: alcuni spunti di riflessione", in AA.VV., *Crisi di impresa e procedure concorsuali*, cit., pp. 170 ss.; G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, pp. 3 ss.; G. Invernizzi (1990), "Strumenti per una diagnosi strategica", in G. Invernizzi, M. Molteni, *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etaslibri, Milano, p. 55.

<sup>35</sup> P. Andrei (1996), "La prevenzione dei dissesti aziendali: alcuni spunti di riflessione", in AA.VV., *Crisi di impresa e procedure concorsuali*, cit., pp. 170 ss.

<sup>36</sup> G. Ceriani (1996), *Lezioni di Economia aziendale*, Cedam, Padova, p. 108.

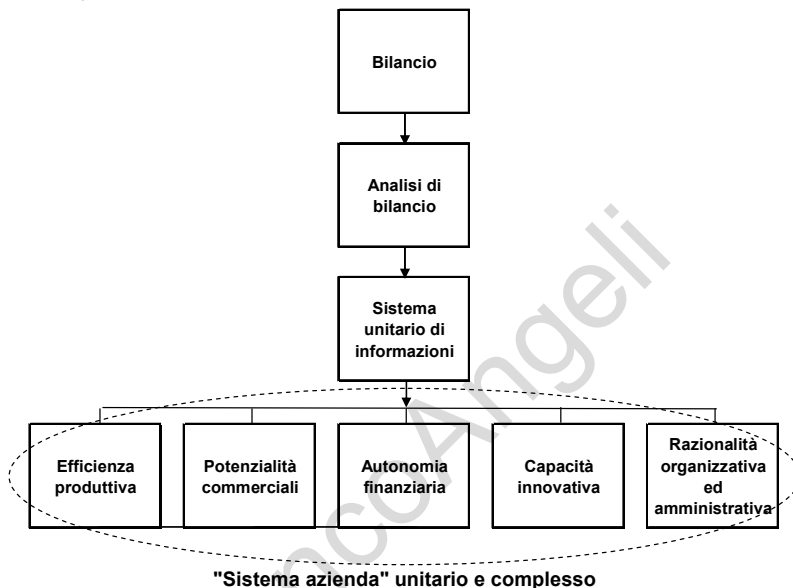
<sup>37</sup> V. Antonelli (2001), *Andamenti e valori nel sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino, p. 182; A. Arcari (2004), *Prevenire la crisi e gestire il turnaround nelle PMI attraverso le ana-*

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

un'ottica prospettica, per permettere ad una molteplicità di destinatari (interni ed esterni)<sup>38</sup> di valutare l'equilibrio aziendale<sup>39</sup>.

Ne consegue che il destinatario dell'informativa può maturare un giudizio sull'efficienza produttiva, sulle potenzialità commerciali, sull'autonomia finanziaria, sulla capacità innovativa, e sulla razionalità organizzativa ed amministrativa<sup>40</sup> (Figura 4.5).

Fig. 4.5 – Le funzioni dell'analisi di bilancio



Fonte: elaborazione personale

*lisi economiche*, Università degli Studi dell'Insubria, Varese, p. 13; L. Marchi (2003), "Caratteri generali dell'analisi economico-finanziaria riferita al profilo strategico", in L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino, p. 5.

<sup>38</sup> S. Branciarì (2003), "Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali", in S. Branciarì (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, FrancoAngeli, Milano, pp. 22 ss.; L. Brusa (2000), *Sistemi manageriali di programmazione e controllo*, Giuffrè, Milano, p. 308; F. Giunta (1992), *L'impiego dei nuovi schemi di bilancio di derivazione comunitaria per le analisi economico-finanziarie d'impresa*, Cedam, Padova, p. 5; L. Marchi, M. Zavani, S. Branciarì (2010), *Economia dei gruppi e bilancio consolidato*, Giappichelli, Torino, p. 314; O. Paganelli (1986), *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, Utet, Torino, pp. 140 ss.; A. Provasoli (1974), *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano, pp. 162 ss.

<sup>39</sup> A. Amaduzzi (1978), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino, p. 196 ss.

<sup>40</sup> L. Marchi (2003), "Caratteri generali dell'analisi economico-finanziaria riferita al profilo strategico", in L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, cit., p. 5.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

#### 4.2.2. *Gli indicatori per l'analisi della struttura finanziaria*

Dopo aver analizzato il bilancio, quale documento di partenza per effettuare l'analisi di bilancio, si procede con l'individuazione di una serie di indicatori di struttura finanziaria. L'obiettivo è quello di giungere ad interessanti spunti di riflessione riguardanti alcuni indicatori di struttura finanziaria. Alcuni di essi saranno utilizzati nella parte empirica del lavoro, durante la creazione della bozza teorica del modello di riferimento.

Nell'ambito della tecnica dell'analisi di bilancio, la struttura finanziaria può essere analizzata mediante una serie di indicatori volti a monitorare le relazioni intercorrenti tra la struttura degli investimenti (o impieghi), da un lato, e la struttura dei finanziamenti (o fonti), dall'altro<sup>41</sup>. L'analisi della struttura finanziaria è volta ad enunciare la presenza di un equilibrio o disequilibrio nel binomio fonti-impieghi, fermo restando che le raggiunte suddette condizioni potrebbero non perdurare nel tempo. Infatti, le caratteristiche di apertura e dinamicità del sistema azienda possono arrecare una modificazione dello stato di equilibrio o disequilibrio, arrecando un cambiamento favorevole o sfavorevole allo stesso<sup>42</sup> (Figura 4.6).

In particolare, la struttura finanziaria viene analizzata facendo ricorso alla costruzione di una serie di indici di composizione dell'attivo e del passivo di bilancio, ossia di quozienti strutturali semplici riferiti allo stato patrimoniale<sup>43</sup>. Da un lato, i quozienti relativi all'attivo evidenziano le scelte aziendali in termini quantitativi con riferimento ai suoi investimenti (ossia investimenti in immobilizzazioni e in attivo circolante), ulteriormente dettagliabili nei loro elementi di composizione. Dall'altro, i quozienti relativi al passivo mettono in luce le decisioni circa le differenti fonti di finanziamento scelte dall'azienda (il capitale a pieno rischio, oppure il capitale di credito, quest'ultimo a sua volta articolato a seconda della scadenza di tale finanziamento). Il quadro di quozienti che ne deriva, da considerarsi nella

<sup>41</sup> G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2006), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano, p. 7.

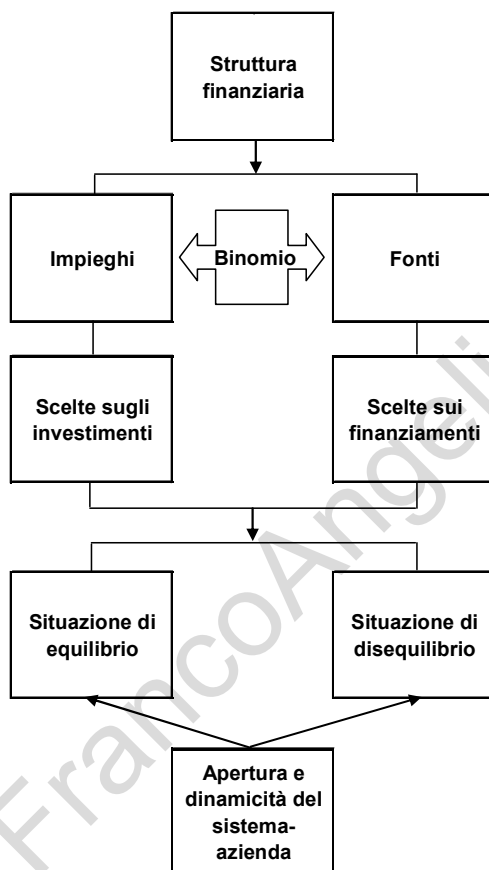
<sup>42</sup> A. Amaduzzi (1993), *Manuale di economia aziendale*, Cacucci, Bari, p. 70; M. De Sarno (1992), *Gli equilibri d'impresa nei loro diversi riflessi contabili*, Cedam, Padova, p. 39; G. Farneti (2007), *Economia d'Azienda*, FrancoAngeli, Milano, p. 3; G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., pp. 5 ss.; G. Melis (2001), *Elementi di Economia Aziendale*, cit., pp. 35 ss.; C. Masini (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino, pp. 18 ss.; A. Rugiadini (1979), *Organizzazione d'impresa*, Giuffrè, Milano, pp. 11 ss.; F. Vermiglio (1984), *Il bilancio sociale nel quadro evolutivo del sistema di impresa*, Grafo, Messina, p. 54.

<sup>43</sup> G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 147.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

sua organicità, contribuisce a determinare la morfologia della struttura finanziaria aziendale.

Fig. 4.6 – Il ruolo degli indicatori di struttura finanziaria



Fonte: elaborazione personale

Il quadro informativo dei quozienti di struttura finanziaria è costituito da una serie di indicatori<sup>44</sup>, alcuni dei quali verranno selezionati nell'indagine empirica durante la costruzione della bozza teorica del modello di riferimento:

<sup>44</sup> G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, pp. 148 ss.; G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2006), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano, pp. 193 ss.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- a) elasticità (o inelasticità) degli investimenti: tale aspetto analizza la struttura del capitale investito (K), tenendo in considerazione le scelte aziendali in merito agli impieghi. Osservando la composizione degli investimenti, emerge quanto il capitale investito sia più o meno rigido o elastico. Nello specifico, si osservano i seguenti aspetti:
- da un lato, il grado di rigidità degli impieghi: il peso delle immobilizzazioni (I) viene rapportato al capitale investito (K). A sua volta, la composizione delle immobilizzazioni può essere ulteriormente analizzata, al fine di indagare il peso di ciascuna componente, che permette di evidenziare le scelte aziendali con riferimento alle peculiarità degli investimenti durevoli. Per quanto riguarda le immobilizzazioni, si verificano le scelte aziendali in termini di capitale immobilizzato, articolandole tra le differenti tipologie di immobilizzazioni, ossia quelle immateriali (Iim), quelle materiali (Im) e quelle finanziarie (If);
  - dall'altro, il grado di elasticità degli impieghi: il peso dell'attivo circolante (C) viene rapportato al capitale investito (K). Anche l'attivo circolante può essere ulteriormente analizzato, al fine di indagare la presenza del magazzino (M), delle liquidità differite (Ld) e della liquidità immediate (Li) nell'ambito del capitale investito. Il grado di elasticità degli investimenti è fortemente influenzato sia da variabili endogene sia da variabili esogene rispetto all'azienda. Tra queste, le caratteristiche settoriali impongono particolari scelte in termini di investimenti (a seconda della tipologia di attività svolta); inoltre, tali decisioni sono, altresì, influenzate dalla strategia di ogni singola azienda in merito alle tipologie di investimenti (si pensi alle scelte di politica commerciale riguardante la dilazione concessa ai clienti, oppure alle politiche di magazzino);
- b) elasticità (o rigidità) dei finanziamenti: essa è volta ad indagare la composizione del capitale acquisito mediante differenti criteri di osservazione, i quali permettono di evidenziare le scelte aziendali con riferimento alle differenti alternative di finanziamento:
- da un lato, è interessante distinguere i finanziamenti in relazione alla durata degli stessi, contrapponendo il peso del capitale permanente (CP) (derivante dalla somma tra il patrimonio netto e le passività consolidate) a quello delle passività correnti (p). Ciò permette di verificare se vi è un equilibrio tra le fonti di finanziamento a medio/lungo termine e quelle a breve termine;

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- dall'altro, è interessante distinguere i finanziamenti in relazione alla provenienza degli stessi, al fine di far emergere il grado di indipendenza o dipendenza dell'azienda dall'indebitamento. A tal fine, le fonti di finanziamento vengono differenziate tra mezzi di terzi (MT) (ossia le passività consolidate e quelle correnti) e il patrimonio netto (N). Nello specifico, il peso del patrimonio netto sul capitale acquisito (PN) viene contrapposto al peso dei mezzi di terzi (PMT) sul capitale acquisito: ciò permette di verificare la presenza di un equilibrio tra le fonti di finanziamento di origine interna e quelle di origine esterna.

Il suddetto quadro dei quozienti offre una visione parziale, oltre che statica, della struttura finanziaria dell'azienda. In particolare, esso permette un primo giudizio sull'esistenza di una appropriata relazione esistente tra gli investimenti, valutati nel loro grado di elasticità o rigidità. Un secondo giudizio fa riferimento all'appropriata relazione esistente tra le fonti di finanziamento, distinte a seconda della loro provenienza oppure della loro durata.

Gli indici di bilancio relativi alla struttura finanziaria rappresentano un efficace strumento di analisi di bilancio soltanto se essi vengono considerati nell'ambito di un "sistema integrato" o "sistema informativo per indici di bilancio". L'analisi di una sola dimensione strutturale (nello specifico la struttura finanziaria) non è esaustiva, ma è necessario che tale aspetto venga considerato in modo interconnesso con altre dimensioni.

Ne consegue la necessità di valutare anche gli aspetti economici, finanziari e patrimoniali, in relazione tra loro ed intimamente correlati alla gestione nell'ambito di un quadro d'insieme: infatti, è il circolo virtuoso che si crea ad alimentare sia la durabilità sia la competitività del sistema azienda<sup>45</sup>. L'equilibrio globale che riguarda il sistema azienda è, di fatto, il conubio di un "equilibrio tra poli", derivante da un bilanciamento tra gli aspetti di natura patrimoniale, finanziaria ed economica<sup>46</sup>: l'assenza di tale equilibrio potrebbe limitare la competitività nel lungo periodo.

Volendo osservare le relazioni esistenti tra gli aspetti di struttura finanziaria (appena indagati) e quelli economici che più interessano il presente lavoro, è utile indagare l'attitudine dell'azienda nel saper rimborsare i debiti finanziari attraverso le risorse finanziarie generate dall'attività operativa.

Le risorse generate dall'attività operativa contribuiscono alla capacità remunerativa dei fattori produttivi impiegati, tra i quali quello del capitale

<sup>45</sup> E. Giacosa (2012), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, cit. pp. 148 ss.

<sup>46</sup> G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano, pp. 209 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

preso a prestito<sup>47</sup>. La capacità di rimborsare i debiti finanziari attraverso forza propria crea o migliora l'immagine di un'azienda forte nel condurre il proprio *core business* e, quindi, meritevole di nuova fiducia da parte dell'esterno<sup>48</sup>. Ciò rappresenta un presupposto per trattenere i mezzi finanziari già acquisiti e attrarne di nuovi, senza accrescere l'indebitamento oltre il livello fisiologicamente adatto alla tipologia ed al rischio dei vari business intrapresi<sup>49</sup>.

A tal fine, è utile relazionare l'EBITDA (Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization) o MOL (Margine operativo lordo) con l'entità dei debiti finanziari. L'EBITDA rappresenta una accettabile approssimazione delle risorse finanziarie generate dall'attività operativa; queste ultime risultano utili anche per rimborsare i debiti finanziari. A tal fine, l'indicatore utile per determinare l'attitudine al rimborso dei debiti finanziari (Rdf) mette a raffronto due grandezze: da un lato, la somma dei debiti finanziari posseduti dall'azienda in ciascuno degli anni osservati; dall'altro, gli EBITDA conseguiti in ciascuno degli anni presi in esame.

#### 4.2.3. *Gli indicatori di situazione finanziaria funzionali alla struttura finanziaria*

Dopo aver individuato una serie di indicatori di struttura finanziaria, la suddetta analisi viene arricchita con aspetti di situazione finanziaria. Ciò permette di individuare una serie di interessanti spunti di riflessione riguardanti gli indicatori di situazione finanziaria. Alcuni di essi saranno utilizzati nell'indagine empirica, durante la costruzione della bozza teorica del modello di riferimento.

Nell'ambito dell'analisi della problematica finanziaria, l'indagine sulla struttura finanziaria non è fine a se stessa. Il suddetto quadro dei quozienti di struttura finanziaria può essere completato con il quadro degli indicatori di situazione finanziaria, al fine di raggiungere un quadro organico di analisi della gestione sotto il profilo finanziario. Viene a comporsi un sub-sistema di quozienti finanziari, costituito da due anime, tra loro connesse: l'insieme dei quozienti di struttura finanziaria, da un lato, e l'insieme degli

<sup>47</sup> G. Ferrero (1987), *Impresa e management*, cit., p. 88.

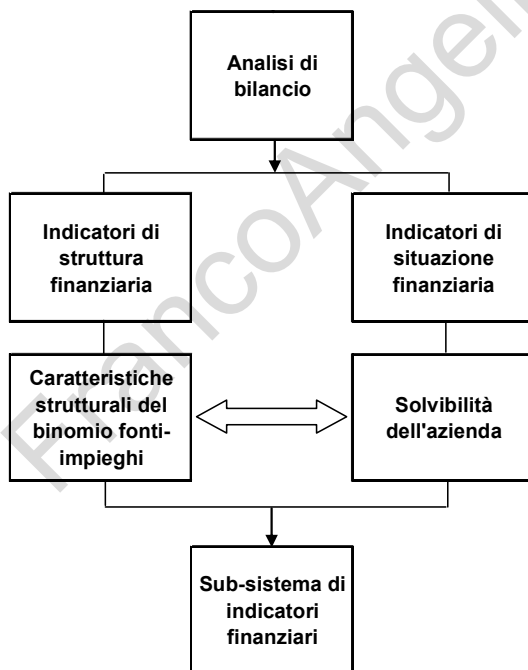
<sup>48</sup> C. Teodori (2000), *L'analisi di bilancio*, cit., p. 185.

<sup>49</sup> A. Lai (2004), "Un modello interpretativo del sistema aziendale", in A. Tessitore, A. Lai (a cura di), *Profili competitivi, organizzativi ed economico-finanziari di imprese agro-alimentari: casi e problemi*, FrancoAngeli, Milano, p. 23.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

indicatori di situazione finanziaria, dall'altro. In particolare, ogni quoziente di situazione finanziaria mette a rapporto due quozienti strutturali semplici calcolati nell'ambito della struttura finanziaria e rappresentanti un indice di composizione del capitale investito o del capitale acquisito<sup>50</sup>. Ogni quoziente di situazione finanziaria, quindi, riflette alcune specificità morfologiche del raffronto tra le fonti e gli impieghi. Ciò dimostra il grado di influenza della struttura finanziaria sulla situazione finanziaria, in quanto le caratteristiche strutturali del binomio fonti-impieghi hanno un riflesso sull'attitudine dell'azienda di saper soddisfare, tempestivamente ed economicamente, gli impegni finanziari dettati dallo svolgimento della gestione. Si ribadisce, quindi, che la disamina della struttura finanziaria e quella della situazione finanziaria rappresentano un processo congiunto, volto ad elaborare un quadro complessivo di analisi aziendale (Figura 4.7).

Fig. 4.7 – Il ruolo degli indicatori di situazione finanziaria in ottica statica



Fonte: elaborazione personale

<sup>50</sup> G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 184.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

L'analisi della situazione finanziaria dell'azienda, riferita ad un periodo futuro, è volta ad indagare la solvibilità<sup>51</sup> dell'azienda. La suddetta solvibilità viene osservata secondo due delle seguenti modalità di interpretazione: come la capacità dell'azienda di saper fronteggiare le uscite finanziarie dettate dal normale svolgimento della gestione, in modo tempestivo ed economico; come attitudine di disporre, in modo economico e tempestivo, dei mezzi di pagamento necessari per fronteggiare le esigenze della gestione<sup>52</sup>. In entrambe le prospettive di osservazione, l'ottica è quella di osservare le relazioni esistenti tra fonti di finanziamento e scelte di impieghi, con riferimento ad un certo periodo di tempo. Inoltre, tale osservazione si riferisce alla gestione nel suo complesso, e non a singole operazioni di investimento che debbono trovare un opportuno finanziamento.

I principali indicatori di situazione finanziaria utili a completare l'informativa derivante dalla struttura finanziaria in un'ottica statica sono i cosiddetti «indici e margini di situazione finanziaria»<sup>53</sup>. Questo gruppo di indicatori è costituito da un insieme di quozienti strutturali complessi, i quali mettono a raffronto dei valori di investimento con altri valori di finanziamento. Tali quozienti, entro i quali si andrà a selezionare una serie di indicatori utili per costruire il modello di riferimento nell'indagine empirica, sono i seguenti:

- a) indice di liquidità (L) (collegato al margine di tesoreria): esso si ottiene rapportando le liquidità differite ed immediate (Ld e Li) alle passività correnti (p). Ciò permette di misurare l'attitudine dell'azienda nel far fronte alle passività correnti con l'ausilio delle liquidità a disposizione. Ragionando sia in termini quantitativi sia sostanziali, l'indice di liquidità può anche essere ottenuto rapportando il grado di liquidità del capitale investito al grado di rigidità delle fonti di finanziamento. Esso, infatti, è influenzato dalle scelte aziendali in termini di investimenti e di finanziamenti. Tale indicatore evidenzia eventuali situazioni di equilibrio o squilibrio nel breve periodo dovuti alla presenza, all'assenza o all'inadeguatezza di liquidità. A tal fi-

<sup>51</sup> G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 181.

<sup>52</sup> G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2006), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano, p. 197.

<sup>53</sup> G. Ferrero (1972), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, pp. 192 ss.; G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, pp. 184 ss.; G. Ferrero (1981), *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, pp. 50 ss.; E. Giacosa, A. Mazzoleni A. (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino, pp. 124 ss.; A. Paolini (1998), "Le condizioni di equilibrio aziendale", in L. Marchi, *Appunti all'economia aziendale*, 2<sup>a</sup> edizione, Giappichelli, Torino, pp. 516 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

ne, è opportuno delineare una serie di casistiche riferite all'entità dell'indice di liquidità:

- i) se le liquidità superano le passività correnti (ossia l'indice di liquidità è superiore all'unità e il collegato margine di tesoreria è positivo), l'azienda non presenta tensioni finanziarie di breve periodo, in quanto essa è in grado di far fronte ai debiti correnti con le liquidità immediate e differite;
- ii) al contrario, quando le passività correnti superano le liquidità (ossia l'indice di liquidità è inferiore all'unità ed il margine di tesoreria è negativo), emerge una situazione caratterizzata da tensioni finanziarie di breve periodo. L'azienda non è in grado di fronteggiare i debiti correnti con le liquidità di cui dispone, trovandosi costretta a smobilizzare tutto o parte del magazzino o, situazione ben peggiore, a smobilizzare parte delle attività immobilizzate. Per fronteggiare tale situazione di squilibrio, l'azienda potrebbe dotarsi di una riserva di liquidità<sup>54</sup> (costituita da disponibilità liquide, beni immediatamente liquidabili e crediti utilizzabili) volta a fronteggiare le difficoltà finanziarie transitorie derivanti dallo sfasamento temporale tra le passività e le liquidità correnti;
- iii) la situazione di liquidità minima è quella in cui le liquidità sono pari alle passività correnti.  
È necessario che le fonti temporanee (ossia quelle a disposizione dell'azienda nel breve periodo) siano in grado di coprire gli impieghi di breve periodo<sup>55</sup>. Allo stesso tempo, non sarebbe corretto finanziare gli impieghi di breve periodo con le fonti di finanziamento di medio/lungo termine: queste ultime sono caratterizzate da una natura rigida, che non è in grado di rispettare le necessità finanziarie di natura temporanea;
- b) indice di disponibilità (D) (collegato al capitale circolante netto): esso deriva dal rapporto tra l'attivo circolante (C) e le passività correnti (p). Esso è volto ad indagare l'attitudine aziendale, in un'ottica di

<sup>54</sup> E. Giannessi (1969), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Colombo Corsi, Pisa, pp. 83 ss.; L. Guatri (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle aziende industriali*, Giuffrè, Milano, pp. 53 ss.; F. Poddighe (1984), *L'azienda nella fase istituzionale*, Corsi, Pisa, p. 86.

<sup>55</sup> P. Capaldo (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 27; E. Cavaliere, F. Ranalli (1995), *Appunti di economia aziendale*, Kappa, Roma, p. 81; G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale di analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, pp. 13 ss.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

breve periodo, nel soddisfare i propri impegni finanziari di breve termine facendo ricorso alle risorse della gestione corrente (ossia alle liquidità immediate e differite, nonché alla possibilità di smobilizzare il magazzino). Ragionando sia in termini quantitativi sia sostanziali, l'indice di disponibilità può anche essere ottenuto rapportando il grado di elasticità degli investimenti al grado di elasticità delle fonti, in quanto esso è influenzato dalle scelte aziendali in termini di investimenti e di finanziamenti. Anche per l'indice di disponibilità, è opportuno delineare una serie di casistiche riferite all'entità dello stesso:

- i) è intesa congrua quella situazione nella quale le risorse della gestione corrente sono almeno doppie rispetto ai debiti correnti. Ciò tiene in considerazione la difficoltà nello smobilizzare il magazzino, che rappresenta la parte dell'attivo circolante meno mobile;
- ii) al contrario, se l'attivo circolante è di entità inferiore, il fronteggiamento dei debiti correnti dovrebbe avvenire smobilizzando parte dell'attivo immobilizzato, danneggiando in tal modo le potenzialità della struttura produttiva dell'azienda. Tali difficoltà finanziarie possono essere dovute sia ad una riduzione del volume di affari, sia ad un mancato rispetto delle tempistiche di incasso concordate con la clientela, sia ad una limitazione del credito da parte del sistema bancario. A queste, si sommano le difficoltà dovute all'andamento del settore nel quale l'azienda opera. Anche per i suddetti indicatori valgono le limitazioni informative precedentemente illustrate per l'indice di liquidità ed il margine di tesoreria, legate al fatto che le grandezze impiegate nel calcolo degli stessi sono di natura stock;
- c) indice di autocopertura delle immobilizzazioni (AIm) (collegato al margine di struttura): esso viene ottenuto rapportando l'attivo immobilizzato (I) al patrimonio netto (N). Esso misura, in un'ottica di medio/lungo periodo, l'attitudine aziendale nel fronteggiare i fabbisogni finanziari collegati all'attivo immobilizzato con l'ausilio del capitale a pieno rischio, ossia senza fare ricorso a fonti di finanziamento di origine esterna. Ciò permette di identificare se il capitale proprio resta disponibile anche per la copertura di parte dei fabbisogni derivanti dall'attivo circolante. Tale attitudine è influenzata direttamente, quindi, dal grado di indipendenza finanziaria dell'azienda, che quantifica il ricorso alle fonti di finanziamento di origine interna rispetto a tutte le fonti di finanziamento. All'aumentare del grado di indipendenza finanziaria, il grado di autocopertura del capitale fisso si incrementa. Inoltre, tale attitudine è, altresì, influenzata direttamente

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

dal grado di elasticità degli investimenti: al ridurre del peso dell'attivo immobilizzato, anche il grado di autocopertura del capitale fisso aumenta;

d) indice di copertura delle immobilizzazioni (CI<sub>m</sub>): ad integrazione dell'indice di autocopertura del capitale fisso, ed anche considerando il grado medio di capitalizzazione delle piccole e medie imprese italiane, è utile raffrontare il capitale permanente (CP) all'attivo immobilizzato (I). Tale raffronto permette di evidenziare una serie di casistiche:

i) la copertura del capitale fisso mediante il capitale permanente è giudicata soddisfacente quando l'indice di copertura del capitale fisso è superiore all'unità, ossia il capitale permanente è superiore all'attivo immobilizzato. In tal caso, l'azienda mostra attitudine nel finanziare l'attivo immobilizzato con il capitale permanente. In altri termini, le fonti di finanziamento sono sincronizzate<sup>56</sup> agli impieghi in un'ottica di medio/lungo periodo: gli investimenti immobilizzati sono finanziati con fonti durevoli nel tempo, le quali permettano il rispetto delle tempistiche di ritorno degli investimenti in forma liquida. Ciononostante, anche un indice di copertura dell'attivo fisso troppo elevato non è da intendersi come una situazione utile<sup>57</sup>: ciò potrebbe arrecare un aggravamento dell'entità degli interessi passivi sui prestiti, oltre ad accrescere le aspettative degli shareholders in termini di dividendi sul capitale a pieno rischio. L'azienda deve trovare un trade-off nella copertura dell'attivo immobilizzato attraverso una corretta combinazione tra debito e capitale a pieno rischio: la struttura finanziaria deve essere in grado di affrontare eventuali circostanze, anche imprevedute, legate ad aumenti di fabbisogni o riduzioni di copertura, potendo contare su un adeguato margine di sicurezza<sup>58</sup>, senza ripercuotersi negativamente sulla situazione economica. Il corretto rapporto tra debito e capitale a pieno rischio deve tenere in considerazione i seguenti aspetti: da un lato, la visione diventa di tipo verticale, considerando le differenti tipologie di fonti di fi-

<sup>56</sup> C. Caramiello C. (1993), *Indici di bilancio*, cit., p. 296; P. Capaldo (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 27; F. Di Lazzaro (1994), *La situazione finanziaria aziendale*, Giuffrè, Milano, p. 110.

<sup>57</sup> C. Caramiello (1993), *Indici di bilancio*, cit., p. 316.

<sup>58</sup> G. Ceriani (2007), "I sistemi di coordinamento degli indicatori e dei quozienti di bilancio", in G. Ceriani, B. Frazza, *Analisi di bilancio*, Cedam, Padova, p. 54.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

nanziamento alle quali l'azienda può fare riferimento, ossia quelle di origine interna e quelle di natura esterna; dall'altro, la visione diventa di tipo orizzontale, indagando la relazione tra le fonti di finanziamento impiegate e le differenti tipologie di impiego da fronteggiare<sup>59</sup>;

- ii) in caso contrario, vi è inattitudine nel finanziare l'attivo immobilizzato con il capitale permanente. Le fonti di finanziamento a breve termine vengono impiegate per la copertura dell'attivo immobilizzato: ciò crea una situazione di disequilibrio finanziario, poiché la stabilità temporale di breve periodo delle fonti non rispetta le tempistiche di ritorno degli investimenti in forma liquida.

Come si è detto precedentemente, gli indici e i margini di situazione finanziaria sono calcolati in modo statico, ossia facendo riferimento a delle grandezze misurate alla data di riferimento del bilancio. Pertanto, durante l'esercizio, tali indicatori possano avere avuto un trend differente rispetto a quello monitorato ad una data specifica.

Al fine di sopperire alla suddetta limitazione informativa, tali indicatori potrebbero essere calcolati utilizzando una media aritmetica delle grandezze utilizzate nel calcolo degli stessi, ossia misurate all'inizio ed alla fine dell'esercizio. In aggiunta, l'azienda potrebbe fare ricorso all'analisi della struttura finanziaria in un'ottica dinamica.

### **4.3. La struttura finanziaria secondo un'ottica dinamica**

La struttura finanziaria può essere, altresì, esaminata secondo un'ottica dinamica. Ciò permette di visualizzare l'andamento della gestione finanziaria dell'azienda con riferimento ad un lasso temporale di osservazione, nonché di evidenziare tutte le variazioni finanziarie avvenute nel periodo considerato. L'osservazione della dinamica finanziaria<sup>60</sup> integra l'informativa prodotta dall'analisi della struttura finanziaria in chiave statica, cercando di superarne i limiti evidenziati dalla letteratura.

Le considerazioni che emergeranno potranno essere impiegate nell'indagine empirica, durante la creazione della bozza teorica del modello di riferimento.

<sup>59</sup> N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino, p. 11.

<sup>60</sup> G. Ferrero (1972), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, p. 109.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Uno strumento di valutazione della struttura finanziaria secondo un'ottica dinamica è rappresentato dall'analisi di bilancio per flussi. Essa permette di integrare l'informativa prodotta dall'analisi di bilancio per indici, rivestendo un ruolo di raccordo tra l'equilibrio patrimoniale, finanziario ed economico ed un supporto interpretativo di alcuni indicatori finanziari<sup>61</sup>.

Essa permette di identificare i cosiddetti "flussi", ossia quelle variazioni avvenute in un certo lasso temporale aventi per oggetto le grandezze fondo legate agli investimenti ed ai finanziamenti<sup>62</sup>. Ne deriva una maggiore comprensione della variabilità di una serie di indici finanziari, quali l'indice di liquidità, l'indice di disponibilità, l'indice di autocopertura del capitale fisso e di copertura del capitale fisso. Più in generale, viene migliorato il quadro organico informativo derivante dall'analisi di bilancio (Figura 4.8).

Quando i "flussi" hanno per oggetto la liquidità, essi vengono raccolti nel Rendiconto Finanziario di liquidità, ossia un documento che permette di evidenziare la dinamica finanziaria dell'azienda. Oltre a raggruppare le variazioni delle disponibilità liquide e dei mezzi equivalenti che hanno avuto luogo in un certo lasso temporale, esso fornisce un maggiore dettaglio con riferimento agli eventi che hanno comportato le suddette variazioni<sup>63</sup>. Al

<sup>61</sup> P. Bastia (1989), *Il bilancio d'impresa*, Clueb, Bologna, p. 96; G. Ferrero, F. Dezzani (1979), *Manuale di analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, pp. 331 ss.; G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu L. (2006), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, cit., p. 307; C. Teodori (2009), *Il rendiconto finanziario: caratteristiche, ruolo informativo ed interpretazione*, Giappichelli, Torino, p. 15; C. Teodori (2002), *La costruzione e l'interpretazione del rendiconto finanziario*, Giappichelli, Torino, p. 3.

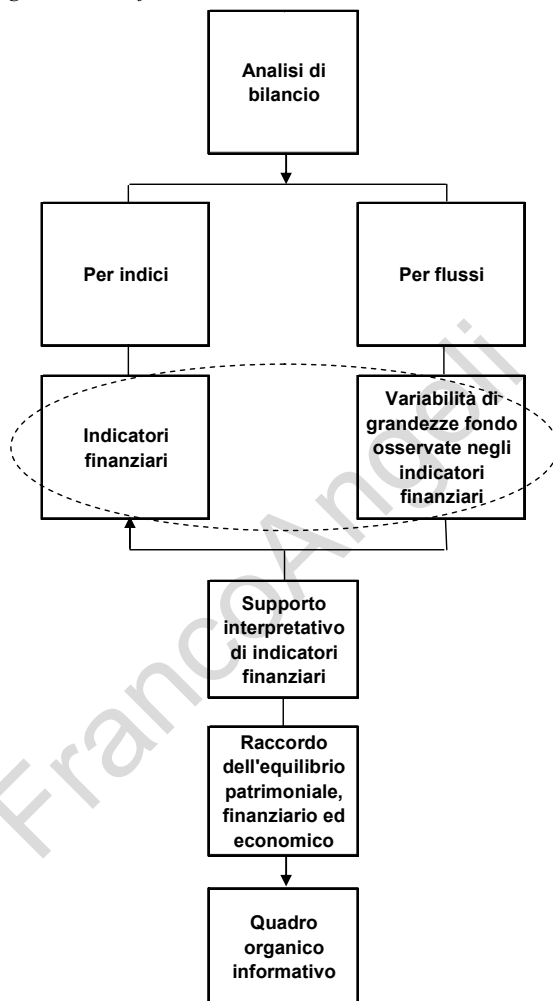
<sup>62</sup> L. Marchi (2003), "Caratteri generali dell'analisi economico-finanziaria riferita al profilo strategico", in L. Marchi, A. Paolini, A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, 4ª edizione, Giappichelli, Torino, pp. 78 ss.

<sup>63</sup> M. Allegrini (2008), "Lo studio dei flussi di cassa", in A. Danovi, A. Quagli A. (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano, pp. 95 ss.; P. Andrei (2003), "La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio", in P. Andrei, S. Azzali, A.M. Fellegara, E. Orlandoni E., *Il bilancio di esercizio d'impresa*, cit., p. 96; W. Di Meo (2005), *Il rendiconto finanziario delle imprese*, Giappichelli, Torino; I. Facchinetti (2002), *Rendiconto finanziario e analisi dei flussi*, Il Sole 24 Ore, Milano; G. Farneti (1993), *I flussi monetari nell'indagine patrimoniale-finanziaria*, Giappichelli, Torino; G. Ferrero, F. Dezzani, P. Pisoni, L. Puddu (2006), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, cit., pp. 315 ss.; M. Froli, K. Giuseppe, A. Quagli (1994), *Analisi di bilancio. Indici e flussi finanziari*, Clua, Ancona, pp. 123 ss.; E. Giacosa (2012), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, cit., pp. 109 ss.; E. Giacosa (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, cit., pp. 128 ss.; D.M. Salvioni (1997), *Il sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino, p. 189; P. Mella (1987), *Il rendiconto finanziario*, Isedi, Torino; W. Di Meo, A. Tommasetti, M. Bisogno (2005), *Il rendiconto finanziario delle imprese*, Giappichelli, Torino; L. Olivotto (1987), *La dinamica finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano; L. Potito (1980), *Il rendiconto finanziario nelle imprese*, Giannini, Napoli; C. Teodori (2000), *L'analisi di bilancio*, cit., p. 193; C. Teodori

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

pari dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico, anche il Rendiconto finanziario rappresenta un documento di informazione economico-finanziaria dell'impresa nei confronti dell'esterno<sup>64</sup>.

Fig. 4.8 – Il ruolo degli indicatori finanziari in un'ottica dinamica



Fonte: elaborazione personale

(2008), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino, p. 193; C. Teodori (2009), *Il rendiconto finanziario: caratteristiche, ruolo informativo ed interpretazione*, cit., pp. 16 ss.

<sup>64</sup> P. Bastia (1989), *Il bilancio d'impresa*, Clueb, Bologna, p. 96; I. Facchinetti (2002), *Rendiconto finanziario e analisi dei flussi*, Il Sole 24 Ore, Milano; E. Giacosa (2012), *La comunicazione economico-finanziaria dell'impresa*, cit., p. 96.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Dopo aver definito ed esaminato la struttura finanziaria aziendale, l'attenzione si concentrerà, nella parte successiva del lavoro, su un aspetto particolare della suddetta struttura finanziaria, rappresentato dalle fonti di finanziamento. In particolare, verrà osservata, sotto il profilo empirico, l'influenza di una serie di variabili economico-aziendali, tra loro interdipendenti, sul peso dei mezzi di terzi.

FrancoAngeli

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

PARTE SECONDA  
UN'EVIDENZA EMPIRICA

FrancoAngeli

ISBN: 9788891714558

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

FrancoAngeli

ISBN: 9788891714558

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## 5. L'INDAGINE EMPIRICA

### 5.1. Inquadramento dell'indagine

L'obiettivo dell'indagine empirica è quello di proporre un modello generale di riferimento che evidenzi l'impatto di una serie di variabili economico-aziendali sul peso dei mezzi di terzi in una piccola e media impresa.

Contestualizzando tale indagine nell'ambito della teoria sistemica (con la quale l'azienda è stata osservata nella parte teorica), si è scelto di analizzare un particolare fenomeno (ossia il ricorso ai mezzi di terzi per il finanziamento aziendale). Con riferimento allo stesso, l'indagine è stata sviluppata in due dimensioni:

- da un lato, è stata svolta un'indagine orizzontale, ossia è stata verificata la relazione intercorrente tra ognuna delle variabili economico-aziendali identificate (che saranno illustrate nel par. 5.3.1) e il peso dei mezzi di terzi. Ciò ha contribuito a comprendere quanto, nell'ambito di una indagine parziale, ogni fattore osservato possa incidere sul grado di indebitamento;
- dall'altro, è stata svolta un'indagine verticale, ossia sono stati identificati i livelli di interrelazione tra le suddette variabili economico-aziendali. L'esistenza di tali livelli di interrelazione è fondamentale, poiché la teoria sistemica considera l'azienda come un sistema di elementi, tra loro interconnessi e interrelati, che conferiscono unitarietà al sistema stesso.

L'analisi congiunta delle due dimensioni (quella orizzontale e quella verticale) ha contribuito a conferire validità al modello di osservazione proposto.

L'analisi empirica è collegata alla parte prima della ricerca avente natura teorica: in quest'ultima, l'obiettivo di fondo è stato quello di individuare

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

alcuni spunti di riflessione utili per la fase empirica del lavoro. Alcune variabili e indicatori osservati nella prima parte della ricerca sotto il profilo teorico sono stati successivamente selezionati nella seconda parte della stessa, al fine di costruire una bozza teorica del modello di osservazione proposto.

La letteratura presenta alcuni contributi (analizzati nel primo capitolo, par. 1.3), sia teorici sia empirici, in merito alla politica finanziaria condotta dalle piccole e medie imprese. In particolare, gli studiosi hanno esaminato una serie di aspetti riguardanti il ruolo della funzione finanziaria nelle piccole e medie imprese, le scelte di struttura finanziaria e della collegata politica di finanziamento, nonché le determinanti che influenzano il grado di indebitamento.

Il presente lavoro differisce dai contributi precedenti, sia sotto il profilo teorico, sia sotto quello empirico:

- in chiave teorica: lo sforzo è stato quello di creare un modello generale di riferimento che, contestualizzato alla teoria sistemica, spiegasse l'andamento di un particolare fenomeno aziendale (ossia il peso dei mezzi di terzi) attraverso una serie di variabili economico-aziendali tra di loro interdipendenti. Le implicazioni della ricerca riguardano sia il management sia la proprietà: infatti, il modello proposto permette di valutare l'effetto di una serie di decisioni riguardanti alcune variabili economico-aziendali sul grado di indebitamento dell'azienda;
- in chiave empirica: la bontà del suddetto modello nell'ambito della teoria sistemica è stata testata secondo due differenti modalità: la prima ha privilegiato la numerosità del campione, attraverso l'applicazione del modello ad un ampio numero di aziende operanti in molteplici e differenti settori; la seconda ha privilegiato la rilevanza settoriale, al fine di far emergere specifiche peculiarità di ogni settore.

## **5.2. Il campione della ricerca**

Per lo sviluppo dell'analisi, è stato preso in considerazione il tessuto economico della Lombardia, regione ubicata nel Nord Italia. Il suddetto ambito territoriale è particolarmente interessante per l'indagine in corso, in quanto esso è caratterizzato dal più elevato tasso di industrializzazione in Italia (Centro Studi Confindustria, 2011). La Lombardia produce il 21,3% del PIL italiano (elaborazioni su dati Eurostat, 2012) ed il fatturato conseguito dalle aziende lombarde rappresenta il 19,1% del fatturato complessivo delle aziende italiane (banca dati Aida-Bureau van Dijk al 31.12.2012).



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

In particolare, sono state prese in esame alcune province della Lombardia (Bergamo, Brescia, Cremona, Mantova, Milano), che rappresentano quelle a più alto tasso di industrializzazione della regione: il fatturato realizzato in queste province contribuisce per il 73,9% del fatturato delle aziende lombarde (banca dati Aida-Bureau van Dijk al 31.12.2012); inoltre, le suddette province rappresentano il 15,1% della produzione del PIL italiano (elaborazioni su dati Eurostat, 2012).

Al fine di giungere ad un maggiore dettaglio informativo, le aziende sono state classificate per settore economico, impiegando la classificazione Ateco dell'Istituto Nazionale di Statistica (Istat).

La fonte informativa è rappresentata dalla banca dati Aida-Bureau van Dijk, la quale contiene numerose informazioni economico-finanziarie riguardanti oltre un milione di aziende italiane. L'indagine ha avuto luogo su più anni (dal 2010 al 2012), in quanto un orizzonte temporale di più annualità è indispensabile per analizzare l'andamento di una serie di indicatori.

Il contesto territoriale preso in esame presenta la seguente composizione di aziende (124.999 aziende), articolata in province (Tabella 5.1).

Tab. 5.1 – L'ambito territoriale della ricerca

Settore economico	Province					Totale
	Bergamo	Brescia	Cremona	Mantova	Milano	
Agricoltura	136	248	72	105	326	887
Alloggi e Ristorazione	642	803	94	116	2.804	4.459
Altre attività e servizi	177	193	23	41	727	1.161
Amministrazione Pubblica	0	1	0	0	6	7
Attività culturali	217	276	48	63	1.086	1.690
Attività finanziarie e assicurative	264	338	39	49	2.277	2.967
Attività immobiliari	3.741	4.601	637	757	16.237	25.973
Attività professionali e scientifiche	1.267	1.583	233	285	10.340	13.708
Attività sanitaria	150	180	41	46	684	1.101
Commercio	2.849	3.386	647	901	13.210	20.993
Costruzioni	3.457	2.850	466	668	7.626	15.067
Energia	172	192	34	27	980	1.405
Estrattive	36	65	9	21	51	182
ICT	660	768	149	176	5.205	6.958
Istruzione	58	94	10	12	463	637
Logistica e Trasporto	439	394	68	100	1.747	2.748
Manifattura	3.780	4.489	741	986	9.756	19.752
Servizi alle imprese	119	115	17	28	239	518
Utilities	24	38	5	8	218	293
N.D.	529	531	95	123	3.215	4.493
<b>Totale</b>	<b>18.717</b>	<b>21.145</b>	<b>3.428</b>	<b>4.512</b>	<b>77.197</b>	<b>124.999</b>

Fonte: elaborazione personale

Affinché fosse possibile definire un campione di osservazione al quale applicare l'indagine, è stato necessario porre in essere una selezione delle aziende, in relazione ai seguenti criteri distintivi:

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- deposito del bilancio d'esercizio per gli anni 2010, 2011 e 2012. Al momento dell'indagine, l'ultimo bilancio disponibile è quello del 2012;
- redazione del bilancio secondo i principi contabili nazionali. Tale criterio ha come obiettivo quello di mantenere una certa omogeneità dei prospetti di bilancio, sia spaziale sia temporale;
- appartenenza dell'attività aziendale ad una delle categorie di attività economiche definite dal codice ATECO. A tal fine, sono state escluse le aziende che svolgono attività economiche residuali;
- raggiungimento di un valore della produzione compreso fra 5 e 50 milioni di euro. Il parametro del valore della produzione è stato preferito al fatturato, con l'obiettivo di comprendere nel campione anche le società che operano per commessa. In aggiunta, il range del valore della produzione fra 5 e 50 milioni di euro è volto all'esclusione alle aziende di grandi dimensioni, rendendo il campione maggiormente omogeneo sotto il profilo dimensionale;
- completezza dei dati utili ai fini dell'indagine: è stato necessario eliminare un certo numero di aziende, delle quali la banca dati Aida-Bureau van Dijk non ha fornito il dettaglio del totale dei debiti, senza il quale non sarebbe stato possibile individuare il totale dei debiti finanziari utili all'indagine.

Di seguito, viene riportato il campione provvisorio della ricerca, articolato per settori economici (Tabella 5.2).

Tab. 5.2 – Il campione provvisorio della ricerca

Settore economico	Province					Totale
	Bergamo	Brescia	Cremona	Mantova	Milano	
Agricoltura	3	12	1	4	11	31
Alloggi e Ristorazione	11	7	2	1	69	90
Altre attività e servizi	0	0	0	0	0	0
Amministrazione Pubblica	0	0	0	0	0	0
Attività culturali	4	4	1	0	30	39
Attività finanziarie e assicurative	1	3	0	0	59	63
Attività immobiliari	12	19	4	2	211	248
Attività professionali e scientifiche	34	36	6	5	470	551
Attività sanitaria	0	0	0	0	0	0
Commercio	318	423	73	124	1.922	2.860
Costruzioni	136	94	14	13	290	547
Energia	0	0	0	0	0	0
Estrattive	0	0	0	0	0	0
ICT	12	11	3	2	286	314
Istruzione	0	0	0	0	0	0
Logistica e Trasporto	46	30	9	10	229	324
Manifattura	706	853	142	237	1.981	3.919
Servizi alle imprese	13	17	6	0	213	249
Utilities	18	23	1	3	34	79
N.D.	0	0	0	0	0	0
<b>Totale</b>	<b>1.314</b>	<b>1.532</b>	<b>262</b>	<b>401</b>	<b>5.805</b>	<b>9.314</b>

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Al fine di creare il campione definitivo della ricerca, si è scelto di considerare tutti i settori economici aventi una crescita aziendale in termini di valore della produzione superiore rispetto alla media degli stessi (la cui modalità di calcolo sarà illustrata nel par. 5.3). Al loro interno, sono state prese in considerazione soltanto le aziende la cui crescita aziendale in termini di valore della produzione è stata positiva. Tale restrizione ha reso il campione maggiormente rappresentativo ai fini della presente ricerca; infatti, l'inclusione delle aziende aventi crescita aziendale negativa avrebbe ridotto la significatività della ricerca condotta. Il campione definitivo della ricerca, costituito da 3.706 aziende, è riportato di seguito (Tabella 5.3).

Tab. 5.3 – Il campione definitivo della ricerca

Settore economico	Province					Totale
	Bergamo	Brescia	Cremona	Mantova	Milano	
Agricoltura	3	8	0	6	9	26
Alloggi e Ristorazione	8	7	2	0	46	63
Attività immobiliari	9	11	3	2	162	187
Attività professionali e scientifiche	24	22	3	4	299	352
ICT	7	6	1	0	180	194
Logistica e Trasporto	39	22	7	8	157	233
Manifattura	476	574	103	147	1.202	2.502
Servizi alle imprese	9	10	4	0	126	149
<b>Totale</b>	<b>575</b>	<b>660</b>	<b>123</b>	<b>167</b>	<b>2.181</b>	<b>3.706</b>

Fonte: elaborazione personale

L'analisi successiva non è stata effettuata seguendo un'articolazione per province: infatti, l'informativa derivante dalla suddetta ripartizione territoriale non è stata giudicata rilevante ai fini della presente ricerca.

### 5.3. Il metodo della ricerca

La metodologia della ricerca è articolabile in una serie di passaggi successivi tra di loro collegati:

- individuazione di una serie di variabili (da considerarsi nell'ambito della teoria sistemica con la quale l'azienda è stata analizzata) che potrebbero influenzare il peso dei mezzi di terzi dell'azienda. Tali variabili sono stati individuate partendo dalla trattazione teorica effettuata nella prima parte del testo;
- creazione del modello di analisi.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

### *5.3.1. Individuazione delle variabili di osservazione*

La trattazione teorica posta in essere nella prima parte del lavoro è giunta ad una serie di spunti di riflessione riguardanti una serie di variabili e indicatori che potrebbero influenzare il peso dei mezzi di terzi dell'azienda. Nel capitolo terzo, si è precisato che l'evidenziazione delle determinanti che impattano sul fabbisogno di risorse finanziarie e, a cascata, sul peso dei mezzi di terzi va intesa nell'ambito di un quadro organico di variabili, da contestualizzare all'azienda intesa come un sistema. Infatti, dal momento che l'azienda si manifesta come un sistema unitario, gli elementi che lo compongono sono tra loro interconnessi e complementari, e operano verso un obiettivo comune che è quello dell'azienda.

Ne consegue che la nostra osservazione dovrà avvenire nella consapevolezza che le componenti del sistema azienda sono tra di loro reciprocamente concatenate da una fitta rete di relazioni, tanto che la modificazione di una di essa si riflette sulle altre. Non sarebbe, pertanto, corretto pensare ad una semplice relazione di causa-effetto tra una variabile indipendente e quella dipendente (rappresentata dal peso dei mezzi di terzi).

Fermo restando questa doverosa precisazione, senza la quale tale analisi empirica perderebbe di significato, nella seconda parte del lavoro si è proceduto a costruire la bozza teorica del modello di riferimento: a tal fine, è stata effettuata una selezione di variabili e indicatori, facendo riferimento a quelli ampiamente utilizzati nella letteratura e nella prassi per esprimere un giudizio sulla dimensione economico-finanziaria dell'azienda.

Anche se un'indagine ampia richiederebbe l'impiego di un numero più complesso di indicatori e variabili (nell'ambito di un sub-sistema di indicatori e variabili), l'ampiezza del campione di riferimento ha comportato una semplificazione, che si è materializzata nella considerazione di parametri mirati e specifici. Si è scelto di impiegare un connubio di indicatori e variabili che permettesse valutare l'effetto di una serie di variabili economico-aziendali, tra loro interdipendenti, sul ricorso ai mezzi di terzi.

Di seguito, sono riportati le variabili e gli indicatori selezionati, che erano stati precedentemente illustrati nella prima parte teorica del lavoro:

- a) valutazione della crescita aziendale: nel secondo capitolo (par. 2.1), si è detto che la crescita può essere misurata in termini quantitativi attraverso il fatturato, il valore della produzione, il valore aggiunto, il numero di addetti, il capitale investito, la quota di mercato, ecc. Essa può, altresì, essere osservata nei suoi aspetti qualitativi, connessi ad una molteplicità di fattori interni legati alla creazione di nuovi skills e

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

al miglioramento di quelli già posseduti. La crescita aziendale è stata osservata nelle sue duplici configurazioni:

- con riferimento al valore della produzione: il parametro del valore della produzione è stato preferito al fatturato, con l'obiettivo di comprendere nel campione anche le società che operano su commessa. L'indicatore impiegato per quantificare la crescita aziendale è stato il CAGR (Compound Annual Growth Rate) sul valore della produzione, calcolato su un certo orizzonte temporale di riferimento (2010-2012). Esso indica la crescita media annua del valore della produzione nell'arco di tre annualità. Il CAGR è giudicato un utile strumento, in quanto esso permette di neutralizzare gli effetti di un'ampia volatilità dei tassi di crescita calcolati su singoli anni, che renderebbero poco significativa la media aritmetica. Di seguito, si riporta la formula del CAGR sul valore della produzione:

$$\text{CAGR} = \sqrt[3]{(\text{VdP}_{2012}/\text{VdP}_{2010})} - 1$$

dove:

$\text{VdP}_{2012}$  = Valore della produzione 2012 dell'azienda;

$\text{VdP}_{2010}$  = Valore della produzione 2010 dell'azienda.

- con riferimento al capitale investito: il CAGR (Compound Annual Growth Rate) sul capitale investito è stato calcolato su un orizzonte temporale di riferimento (2010-2012). Esso indica la crescita media annua del capitale investito nell'arco di tre annualità. L'impiego del CAGR sul capitale investito è giudicato particolarmente utile, in quanto esso permette di neutralizzare gli effetti di un'ampia volatilità dei tassi di crescita calcolati su singoli anni, che renderebbero poco significativa la media aritmetica. Di seguito, si riporta la formula del CAGR del capitale investito:

$$\text{CAGR}_K = \sqrt[3]{(\text{K}_{2012}/\text{K}_{2010})} - 1$$

dove:

$\text{K}_{2012}$  = Capitale investito 2012 dell'azienda;

$\text{K}_{2010}$  = Capitale investito 2010 dell'azienda.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- b) valutazione delle scelte in merito al soddisfacimento del fabbisogno finanziario: nell'ambito della struttura finanziaria illustrata nel quarto capitolo (par. 4.2.2), si è detto che uno degli obiettivi è quello di indagare la presenza di un equilibrio tra le fonti di finanziamento adottate, con riferimento alla loro provenienza. Al fine di indagare quanto l'azienda si stia indebitando verso l'esterno, è stato selezionato un particolare indicatore di struttura finanziaria, ossia il peso dei mezzi di terzi. Applicando il criterio della provenienza delle fonti, esso permette di verificare se vi è un equilibrio tra le fonti di finanziamento di origine interna e quelle di origine esterna. Di seguito, si riporta la formula dell'indicatore:

$$\text{Peso dei mezzi di terzi (PMT)} = \frac{(\text{Debiti}_{2010} + \text{Debiti}_{2011} + \text{Debiti}_{2012})}{(\text{Capitale acquisito}_{2010} + \text{Capitale acquisito}_{2011} + \text{Capitale acquisito}_{2012})}$$

dove:

Debiti = Passività consolidate + Passività correnti dell'azienda;

Capitale acquisito = Patrimonio netto + Passività consolidate + Passività correnti dell'azienda

- c) distinzione delle aziende a seconda dell'ampiezza del fatturato: come già definito nel primo capitolo (par. 1.3), l'attenzione è stata riposta sulle aziende di piccola dimensione (ossia quelle aventi fatturato tra 5 e 10 milioni di Euro) e sulle aziende di media dimensione (aventi un fatturato tra 10 e 50 milioni di Euro), facendo ricorso alla Raccomandazione della Commissione Europea n. 361 del 2003 con riferimento alla classificazione delle aziende in merito al loro fatturato<sup>1</sup>. Le aziende sono state distinte nelle seguenti tipologie:

<sup>1</sup> Tale raccomandazione impiega tre variabili: il numero dei dipendenti effettivi, il fatturato e il totale attivo. Per "piccola impresa" si intende un'azienda avente le seguenti condizioni: un numero di dipendenti inferiore a 50; un fatturato tra 2 e 10 milioni di Euro oppure un totale attivo inferiore o uguale a 10 milioni di Euro. Per "media impresa" si intende un'azienda avente le seguenti condizioni: un numero di dipendenti inferiore a 250; un fatturato tra 10 e 50 milioni di Euro oppure un totale attivo inferiore o uguale a 43 milioni di Euro. A questo punto della ricerca, è stato preso in esame il fatturato, al fine di verificare l'esistenza di una relazione tra la suddetta variabile di natura economico-aziendale e la crescita aziendale. Inoltre, si è scelto di considerare "piccola impresa" un'azienda il cui fatturato è tra 5 e 10 milioni, affinché il campione di piccole aziende fosse il più possibile omogeneo. La suddetta raccomandazione è quella in vigore al momento dell'avvio dell'indagine empirica.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

PI = aziende con fatturato tra 5 e 10 milioni di Euro;

MI = aziende con fatturato tra 10 e 50 milioni di Euro.

dove:

PI = aziende di piccole dimensioni;

MI = aziende di medie dimensioni.

- d) valutazione della capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa: nel quarto capitolo (par. 4.2.2), si è detto che l'attitudine dell'azienda nel saper rimborsare i debiti finanziari attraverso le risorse finanziarie generate dall'attività operativa può essere osservata relazionando i debiti finanziari con l'EBITDA (Earning before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) o MOL (Margine operativo lordo). Infatti, l'EBITDA rappresenta una componente importante del flusso finanziario generato dall'attività operativa: il fatturato in esso presente dà origine ai crediti verso clienti che, dopo l'incasso, comportano l'ingresso di risorse finanziarie generate dall'attività operativa dell'impresa, le quali sono utili per rimborsare i debiti finanziari. L'indicatore è il seguente:

Attitudine al rimborso dei debiti finanziari (Rdf) =

$$\frac{(\text{Debiti finanziari}_{2010} + \text{Debiti finanziari}_{2011} + \text{Debiti finanziari}_{2012})}{(\text{EBITDA}_{2010} + \text{EBITDA}_{2011} + \text{EBITDA}_{2012})}$$

dove:

EBITDA (o MOL) = Earning before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization dell'azienda;

Debiti finanziari = Debiti consolidati e correnti di natura finanziaria dell'azienda.

- e) relazione della situazione finanziaria rispetto alla struttura finanziaria: per ottenere una disamina più approfondita sulla problematica finanziaria dell'azienda, nel quarto capitolo (par. 4.2.3) l'indagine sulla struttura finanziaria è stata ulteriormente integrata con alcuni interessanti aspetti di situazione finanziaria. L'obiettivo è stato quello di creare un quadro organico di analisi della gestione sotto il profilo finanziario. Ciò deriva dal fatto che la struttura finanziaria influenza la situazione finanziaria, poiché le caratteristiche strutturali del binomio fonti-impieghi hanno un riflesso sull'attitudine dell'azienda di saper soddi-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

sfare, tempestivamente ed economicamente, gli impegni finanziari dettati dallo svolgimento della gestione. Nella presente ricerca, l'indicatore di situazione finanziaria selezionato è l'indice di copertura del capitale investito, il quale rapporta il capitale permanente all'attivo immobilizzato: esso verifica la capacità delle fonti di finanziamento di medio/lungo termine (patrimonio netto e passività consolidate) di coprire gli investimenti immobilizzati, ossia quelli caratterizzati da una trasformabilità in denaro superiore ad un anno. La formula dell'indicatore è la seguente:

$$\text{Indice di copertura delle immobilizzazioni (CIIm)} = \frac{(\text{Capitale permanente}_{2010} + \text{Capitale permanente}_{2011} + \text{Capitale permanente}_{2012})}{(\text{Attivo immobilizzato}_{2010} + \text{Attivo immobilizzato}_{2011} + \text{Attivo immobilizzato}_{2012})}$$

dove:

Capitale permanente = patrimonio netto + passività consolidate dell'azienda;

Attivo immobilizzato = investimenti aziendali caratterizzati da una trasformabilità in denaro superiore ad un anno.

- f) valutazione dall'anzianità dell'azienda: così come illustrato nel terzo capitolo (par. 3.2.1), anche l'anzianità dell'azienda può rappresentare una variabile di interesse. Essa è stata quantificata considerando gli anni dalla costituzione dell'azienda, al fine di verificare il grado di anzianità della stessa. Tale indicatore è stato così definito:

$$\text{ANZ} = \text{numero di anni dalla costituzione dell'azienda}$$

### 5.3.2. Creazione del modello di analisi

L'indagine può essere così articolata:

- creazione della "bozza teorica del modello", che verificherà l'impatto di una serie di variabili economico-aziendali sul ricorso ai mezzi di terzi;
- applicazione della bozza teorica del modello all'intero campione e, successivamente, ai singoli settori del campione;
- creazione del "modello definitivo".



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

### **A) Creazione della “bozza teorica del modello”**

In primo luogo, per ogni azienda del campione in quel momento osservato (la composizione del campione di volta in volta analizzato verrà illustrata nel punto B)), è stata verificata la relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi (PMT) e la crescita aziendale in termini del valore della produzione (CAGR). Ciò ha permesso di verificare se l'esigenza di crescere abbia comportato un maggiore ricorso ai mezzi di terzi.

Con tale prima indagine, è stato verificato empiricamente un aspetto della natura sistemica dell'azienda. Secondo la teoria sistemica, infatti, l'azienda è un complesso sistema tra più elementi, interdipendenti tra loro, non spiegabili in termini di semplici relazioni causa-effetto. Nello specifico, è stato indagato se una semplice relazione causa-effetto tra una variabile indipendente (ossia la crescita aziendale) e una variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) sia esaustiva a comprendere il funzionamento dell'azienda, intesa in un'ottica sistemica.

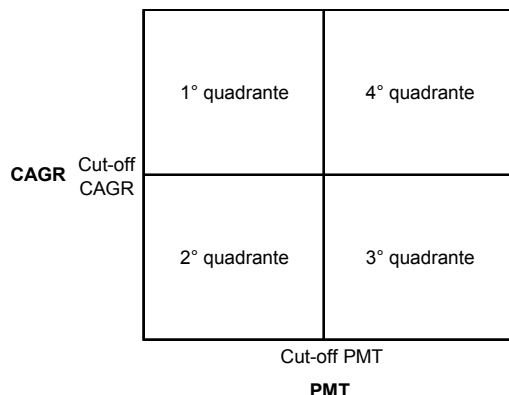
Il risultato di tale analisi è stato rappresentato nell'ambito di una matrice (“matrice PMT/CAGR”), che classifica le aziende in quattro quadranti in funzione dei punti di cut-off<sup>2</sup> della crescita aziendale (CAGR) (considerata sull'asse delle ordinate) e del peso dei mezzi di terzi (PMT) (considerato sull'asse delle ascisse) (Figura 5.1):

- primo quadrante: si collocano le aziende caratterizzate da una crescita aziendale superiore rispetto alla media e da un peso dei mezzi di terzi inferiore rispetto alla media del campione considerato;
- secondo quadrante: si collocano le aziende caratterizzate sia da una crescita aziendale, sia da un peso dei mezzi di terzi inferiori rispetto alla media del campione considerato;
- terzo quadrante: si collocano le aziende caratterizzate da una crescita aziendale inferiore rispetto alla media e da un peso dei mezzi di terzi superiore rispetto alla media del campione considerato;
- quarto quadrante: si collocano le aziende caratterizzate sia da una crescita aziendale, sia da un peso dei mezzi di terzi superiori rispetto alla media del campione considerato.

<sup>2</sup> Per punto di “cut-off” si intende, rispettivamente, la media del CAGR e la media di PMT delle aziende del campione.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 5.1 – La matrice PMT/CAGR



Fonte: elaborazione personale

La relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è stata successivamente valutata mediante la correlazione di Pearson tra le suddette variabili. In particolare, è stata indicata la presenza di una correlazione positiva o negativa tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale. Le condizioni sulle quali si basa la correlazione di Pearson ( $p$ ) sono le seguenti:

- se  $p > 0$  vi è una correlazione diretta;
- se  $p = 0$  non vi è correlazione;
- se  $p < 0$  vi è una correlazione indiretta;
- se  $0 < p < 0,3$  la correlazione è debole;
- se  $0,3 < p < 0,7$  la correlazione è moderata;
- se  $p > 0,7$  la correlazione è forte.

Facendo uso del software econometrico Gretl, è stata poi verificata la significatività della correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, facendo ricorso ai valori assunti sia dal rapporto  $t$  ( $t = \rho\sqrt{(n-2)/(1-\rho^2)}$ ), sia dal relativo p-value. Tali valori rappresentano la probabilità che l'ipotesi di assenza di correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia nulla: una probabilità nulla significherebbe la presenza di una correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale.

Al fine di indagare ulteriormente la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, è stato studiato un modello basato sulla regressione lineare semplice. Il metodo di stima utilizzato per individuare la retta di regressione è l'OLS (Ordinary Least Squares o metodo dei minimi quadrati): questo metodo di ottimizzazione ha permesso di individuare una funzione tramite la quale spiegare il suddetto fenomeno. Attraverso tale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

metodo, sono stati calcolati i coefficienti dei parametri utilizzati nella spiegazione del fenomeno, cercando di minimizzare la somma dei quadrati delle distanze tra i dati osservati e quelli della curva che rappresenta la funzione stessa. Ciò viene effettuato al fine di minimizzare gli errori commessi, approssimando la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale attraverso la retta di regressione lineare.

Il modello OLS può essere riassunto come segue:

$$\text{PMT} = \alpha + \beta \text{ CAGR} + \varepsilon$$

dove:

$\alpha$  = costante;

$\beta$  = rapporto tra la covarianza (esistente tra la variabile dipendente (PMT) e la variabile indipendente (CAGR)) e la varianza della variabile indipendente (CAGR). Essa misura la variazione ottenuta dal peso dei mezzi di terzi (PMT) a seguito di una variazione dell'1% della variabile indipendente (CAGR);

$\varepsilon$  = termine d'errore, pari alla differenza tra valore effettivo osservato e quello previsto dal modello ( $\text{PMT} - (\alpha + \beta \text{ CAGR})$ ). Questo termine d'errore viene altresì definito "residuo".

Il modello OLS è stato stimato utilizzando il software econometrico Gretl e osservando le casistiche delle aziende del campione, dopo aver eliminato gli outliers<sup>3</sup> al fine di non deformare la significatività dei risultati.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, stimandola mediante il suddetto modello OLS. In particolare, è stata evidenziata quella parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello di regressione lineare semplice.

Al fine di verificare la bontà del modello di regressione lineare semplice, è stato creato un grafico di dispersione che mette in relazione i residui del modello e i valori predetti. Soltanto ottenendo una nuvola omogenea di punti intorno alla retta orizzontale che passa per l'origine, è corretto affermare che i residui non presentano ulteriori caratteristiche da modellare, os-

<sup>3</sup> Con il termine *outliers* sono state intese quelle aziende aventi crescita aziendale molto elevata, oppure i cui indicatori differenti dalla crescita aziendale sono caratterizzati da valori non normalmente riscontrabili sia nel campione sia in un campione più vasto.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

sia che non esistono ulteriori variabili da tenere in considerazione nell'analisi del peso dei mezzi di terzi.

Inoltre, uno dei criteri da tenere in considerazione affinché i risultati ottenuti nel campione possano essere estesi ad una realtà più vasta è la normalità della distribuzione dei residui. Nella presente analisi, tale normalità dei residui è stata valutata mediante il grafico Q-Q Plot, che mette in relazione i quantili della normale con quelli dei residui emergenti dalla retta di regressione semplice.

L'analisi fino a qui condotta ha dimostrato quanto affermato nel secondo e terzo capitolo: la crescita aziendale non è l'unica variabile economico-aziendale ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi, nell'ambito delle scelte relative all'acquisizione delle fonti di finanziamento.

Pertanto, al fine di ulteriormente indagare la relazione esistente tra la crescita aziendale ed il peso dei mezzi di terzi, è stata presa in esame la variabile del fatturato aziendale come distinzione tra le aziende di medie dimensioni e quelle di piccole dimensioni (illustrata nella metodologia), in quanto questo studio si focalizza sulle prospettive di crescita e di finanziamento esterno delle piccole-medie aziende. L'intento è quello di verificare come cambi la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale a seconda che l'azienda sia di piccole oppure di medie dimensioni.

Anche distinguendo le aziende del campione a seconda della dimensione del loro fatturato, è emerso che il modello impiegato, pur avendo una sua efficacia informativa, potrebbe essere ulteriormente migliorato. In altri termini, la semplice relazione causa-effetto tra la variabile indipendente (ossia la crescita aziendale) e una variabile indipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) non è esaustiva ad indagare il funzionamento dell'azienda, intesa in un'ottica sistemica.

Al fine di migliorare l'analisi del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi), è stata elaborata una "bozza teorica" del modello basata sulla regressione lineare multipla, la quale verifica l'influenza di una serie di variabili economico-aziendali sul peso dei mezzi di terzi. Tale indagine ha avuto luogo sia in senso orizzontale, sia in senso verticale:

- in senso orizzontale: dopo aver identificato una serie di variabili che possono influenzare il peso dei mezzi di terzi, è stata esaminata, in primo luogo, la relazione intercorrente tra ognuna di esse e il peso dei mezzi di terzi. Ciò ha contribuito a comprendere quanto, nell'ambito di una indagine parziale, ogni fattore osservato possa incidere sul grado di indebitamento;
- in senso verticale: consapevole del grado di interdipendenza tra le suddette variabili economico-aziendali previsto dalla teoria sistemi-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

ca, è stato necessario indagare la relazione esistente tra le suddette variabili. Si parte del presupposto, infatti, che l'osservazione di un fenomeno (quale quello aziendale) necessita di una indagine non a comparti stagni: in caso contrario, la black box (ossia l'azienda) non verrebbe scoperta nel suo profondo. Ne consegue che il modello proposto assume validità soltanto se esso prevede l'esistenza di una relazione di interdipendenza tra le suddette variabili economico-aziendali.

### **A1) L'indagine in senso orizzontale**

Di seguito, la metodologia impiegata viene illustrata con riferimento all'analisi condotta secondo un'ottica orizzontale.

Sulla base della trattazione teorica avente per oggetto il fabbisogno finanziario e la modalità di soddisfazione dello stesso effettuata nella parte prima della ricerca, sono state individuate altre variabili (differenti dalla crescita aziendale in termini del valore della produzione) che potrebbero influenzare il peso dei mezzi di terzi. Le suddette variabili, esaminate sotto il profilo teorico nel par. 5.3.1, che si aggiungono alla crescita aziendale in termini del valore della produzione, sono le seguenti:

- l'anzianità dell'azienda, ossia la numerosità di anni dalla costituzione della stessa;
- la distinzione delle aziende a seconda dell'ampiezza del fatturato, ossia tra aziende di medie dimensioni e aziende di piccole dimensioni;
- la capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa;
- la capacità di copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente;
- la crescita aziendale in termini del capitale investito.

La bozza teorica del modello proposto, basata sullo strumento econometrico della regressione lineare multipla, viene stimata mediante il metodo OLS. Essa può essere riassunta come segue:

$$PMT = \beta_1 CAGR + \beta_2 CAGR_K + \beta_3 PI + \beta_4 MI + \beta_5 RDF + \beta_6 CIm + \beta_7 ANZ + \varepsilon$$

dove:

$\beta_i$  = rapporto tra la covarianza (esistente tra la variabile dipendente (PMT) e la variabile indipendente  $i$ -esima, con  $i$  che va da 1 a 7, riferendosi rispettivamente – e separatamente – a CAGR, CAGR<sub>K</sub>, PI, MI, RDF, CIm, ANZ) e la varianza della variabile indipendente  $i$ -esima. Essa

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

misura la variazione ottenuta dal peso dei mezzi di terzi (PMT) a seguito di una variazione di una unità della rispettiva variabile indipendente;

$\varepsilon$  = termine d'errore, pari alla differenza tra valore effettivo osservato e quello previsto dal modello ( $\text{PMT} - (\beta_1 \text{CAGR} + \beta_2 \text{CAGR}_K + \beta_3 \text{PI} + \beta_4 \text{MI} + \beta_5 \text{RDf} + \beta_6 \text{CIm} + \beta_7 \text{ANZ})$ ). Questo termine d'errore viene altresì definito "residuo";

$i = 1 \dots 7$  = singola variabile indipendente (CAGR, CAGR<sub>K</sub>, PI, MI, RDf, CIm, ANZ).

Al fine di giudicare la significatività delle suddette variabili indipendenti nell'influenzare la variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi), è stato espresso un certo livello di significatività (dell'1%, del 5% o del 10%) o di mancata significatività delle variabili indipendenti. Il suddetto grado di significatività indica la presenza di una relazione causa-effetto tra ogni singola variabile indipendente e il peso dei mezzi di terzi.

La conduzione della regressione lineare multipla ha permesso di individuare quanto la bozza teorica del modello sia in grado di spiegare la variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) attraverso una serie di variabili indipendenti (considerate separatamente). Ne viene accresciuta l'efficacia informativa rispetto al modello della regressione lineare semplice.

Successivamente, è stato necessario condurre un'analisi sui residui che emergono dalla regressione lineare multipla. Ciò ha permesso sia di verificare la presenza di alcune variabili indipendenti non precedentemente considerate nella bozza teorica del modello, sia di valutare la normalità dei residui (condizione necessaria per generalizzare le conclusioni del modello su una più vasta realtà).

La valutazione della presenza di alcune variabili indipendenti non precedentemente considerate è stata effettuata mediante un grafico di dispersione, che mette in relazione i residui con i valori stimati dal modello impiegato. Una omogeneità dei puntini intorno all'asse delle ascisse significherebbe l'assenza di ulteriori variabili indipendenti incorporate nei residui (ossia che il modello non deve contemplare ulteriori variabili di osservazione). Inoltre, la verifica della normalità dei residui permetterebbe di generalizzare o meno i risultati ottenuti dal campione osservato ad una realtà più vasta.

La valutazione della normalità dei residui è stata effettuata mediante il grafico Q-Q Plot, il quale mette a confronto i quantili emersi da una normale con quelli della distribuzione dei residui. Osservando i quantili delle due distribuzioni, è stato possibile individuare se il test di normalità condotto

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

sui residui comporti l'accettazione dell'ipotesi nulla di normalità ad un certo livello di significatività (5% o 1%), condizione presente se i quantili della normale e quelli dei residui si sovrappongono. Ciò permette di affermare che le conclusioni derivanti dall'applicazione della bozza teorica del modello possono essere generalizzate ad un contesto più vasto rispetto al campione.

## **A2) L'indagine in senso verticale**

Di seguito, la metodologia impiegata viene illustrata con riferimento all'analisi condotta secondo un'ottica verticale.

La teoria sistemica condivisa nel presente lavoro implica la presenza di una relazione di interdipendenza tra le variabili economico-aziendali precedentemente identificate, ossia tra quelle variabili indipendenti che hanno un effetto sul peso dei mezzi di terzi.

Soltanto la presenza di una relazione di interdipendenza tra le suddette variabili conferirebbe validità al modello di osservazione proposto.

Al fine di valutare l'esistenza di tale relazione, è stato impiegato lo strumento della matrice di covarianza tra le variabili indipendenti. Attraverso tale strumento, è emersa una relazione di interdipendenza tra le stesse, a sostegno della bontà della bozza teorica del modello nell'ambito della teoria sistemica.

## **B) Applicazione della "bozza teorica del modello" all'intero campione e ai singoli settori**

La suddetta bozza teorica del modello è stata applicata, in un primo momento, al campione intero e, successivamente, ai singoli settori.

Con riferimento all'applicazione all'intero campione (che verrà illustrata nel par. 5.4), essa è avvenuta senza effettuare alcuna distinzione per settori economici, affinché fosse possibile verificare la bontà del modello proposto su un campione alquanto numeroso. Si è detto che il campione della ricerca è costituito da quelle aziende aventi una crescita positiva, appartenenti ai settori aventi una crescita aziendale superiore rispetto alla media degli stessi.

Al fine di individuare i settori aventi una crescita aziendale superiore alla media degli stessi, è stata calcolata la crescita aziendale di ogni settore economico in termini di Valore della produzione ( $CAGR_S$ ). Il risultato conseguito è paragonabile ad una media ponderata tra le  $CAGR$  di ogni azienda appartenente al settore, dove la dimensione in termini di Valore della produzione rappresenta il peso di tale media. La formula utilizzata è stata la seguente:

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

$$CAGR_S = \sqrt[4]{(VdP_{S\ 2012}/VdP_{S\ 2010})} - 1$$

dove:

$VdP_{S\ 2012}$  = Valore della produzione 2012 di tutte le aziende del settore;

$VdP_{S\ 2010}$  = Valore della produzione 2010 di tutte le aziende del settore.

Partendo dalla suddetta crescita aziendale di ogni settore, sono stati individuati quei settori la cui crescita aziendale è superiore alla media degli stessi. L'analisi successiva è stata condotta soltanto su tali settori, perché maggiormente interessanti ai fini della nostra indagine.

L'indagine ha avuto luogo seguendo la metodologia illustrata nel punto A) del par. 5.3.2.

L'indagine successiva ha avuto luogo per singoli settori economici, al fine di verificare la bontà del modello proposto anche su campioni aventi una popolazione più ridotta e, al tempo stesso, di valutare le peculiarità e gli orientamenti di ognuno di essi.

È stato applicato il modello proposto su ogni singolo settore presente nel campione della ricerca (come verrà illustrato nel par. 5.5 e nel sesto capitolo), fatta eccezione che per il settore Agricoltura, data la modesta popolazione dello stesso.

Nell'ambito di ogni settore, l'indagine ha avuto luogo singolarmente per ogni azienda. In particolare, si è proceduto con l'analisi precedentemente illustrata per l'intero campione. I risultati di ogni settore derivano dalla media cumulata sui tre anni di ogni azienda.

In particolare, l'applicazione del modello proposto all'intero campione e al settore manifattura (che è quello con una popolazione più ampia) è illustrata nel quinto capitolo (rispettivamente parr. 5.4 e 5.5), mentre quella ai settori meno rilevanti in termini di popolazione è presente nel sesto capitolo.

### **C) La creazione del “modello definitivo”**

In relazione alle risultanze dell'analisi empirica, è stato proposto un “modello definitivo” che evidenzia l'impatto di una serie di variabili economico-aziendali, tra loro interdipendenti, sul peso dei mezzi di terzi. Tale modello definitivo deriva dall'adeguamento del contenuto informativo della bozza teorica del modello precedentemente elaborata, a seguito dei risultati empirici.

Osservando le risultanze dell'indagine empirica, è stato necessario adeguare la valenza informativa della bozza teorica. Infatti, il modello definiti-



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

vo deve basarsi sul presupposto che un modello di regressione lineare (sia semplice sia complesso) è composto da due componenti:

- una prima parte, detta anche deterministica: essa è collegata ad una serie di variabili giudicate significative per spiegare un certo fenomeno, ed è prevedibile, ossia normalmente stimabile. La parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) non spiegata è da attribuirsi ad una serie di variabili di natura quantitativa e qualitativa che non sono state prese in considerazione nella costruzione del modello. Ciò è stato dovuto all'assenza di tale informativa nella banca dati impiegata, di cui si dirà nelle conclusioni;
- una seconda parte, detta anche stocastica: essa è riferita ai residui, è imprevedibile, ossia normalmente non è stimabile, e si verifica casualmente. Con riferimento a questa parte, la bontà del modello si giudica se, nei residui, è nulla la probabilità di esistenza di altre variabili rilevanti non precedentemente considerate.

Il modello definitivo proposto, basato sulla regressione lineare multipla, è il seguente (seppur ammettendo una limitatezza informativa dovuta alle due componenti tipiche di un modello di regressione lineare, quella deterministica e quella stocastica):

$$\text{PMT} = \beta_1 \text{CAGR} + \beta_2 \text{CAGR}_K + \beta_3 \text{PI} + \beta_4 \text{MI} + \beta_5 \text{RDf} + \beta_6 \text{CIm} + \beta_7 \text{ANZ} + \varepsilon$$

dove:

$\beta_i$  = rapporto tra la covarianza (esistente tra la variabile dipendente (PMT) e la variabile indipendente  $i$ -esima, con  $i$  che va da 1 a 7, riferendosi rispettivamente a CAGR,  $\text{CAGR}_K$ , PI, MI, RDf, CIm, ANZ) e la varianza della variabile indipendente  $i$ -esima. Essa misura la variazione ottenuta dal peso dei mezzi di terzi (PMT) a seguito di una variazione di una unità della rispettiva variabile indipendente;

$\varepsilon$  = termine d'errore, pari alla differenza tra valore effettivo osservato e quello previsto dal modello ( $\text{PMT} - (\beta_1 \text{CAGR} + \beta_2 \text{CAGR}_K + \beta_3 \text{PI} + \beta_4 \text{MI} + \beta_5 \text{RDf} + \beta_6 \text{CIm} + \beta_7 \text{ANZ})$ ). Questo termine d'errore viene altresì definito "residuo";

$i = 1...7$  = singola variabile indipendente (CAGR,  $\text{CAGR}_K$ , PI, MI, RDf, CIm, ANZ).

Il modello definitivo rispecchia la bozza teorica dello stesso; viene rimarcata, però, la limitazione dello stesso causata dalle due componenti (quella deterministica e quella stocastica) di un qualsiasi modello di regressione.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## 5.4. L'applicazione del modello sull'intero campione

La metodologia illustrata nel par. 5.3.2 A) è stata applicata all'intero campione, al fine di giudicare la sua bontà su un campione caratterizzato da una elevata popolazione. In un primo momento, l'indagine è stata condotta in senso orizzontale: ciò ha permesso di verificare la presenza di una relazione tra ogni singola variabile identificata (variabili indipendenti) ed il peso dei mezzi di terzi (variabile dipendente). In un secondo momento, l'indagine è stata condotta in senso verticale: è stata indagata la presenza di una relazione di interdipendenza tra le suddette variabili.

Di seguito, viene illustrata l'indagine condotta in senso orizzontale.

In un primo luogo, è stata analizzata la relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi (PMT) e la crescita aziendale (CAGR), per esaminare la scelta di finanziare la crescita aziendale con le fonti di finanziamento di origine esterna. Le aziende sono state classificate nell'ambito della matrice "peso dei mezzi di terzi/crescita aziendale" (PMT/CAGR), nella quale i quattro quadranti sono stati individuati in funzione dei punti di cut-off<sup>4</sup> della crescita aziendale (CAGR) e del peso dei mezzi di terzi (PMT) (Tabella 5.4 e Figura 5.2).

Tab. 5.4 – La relazione "peso mezzi di terzi/crescita aziendale"

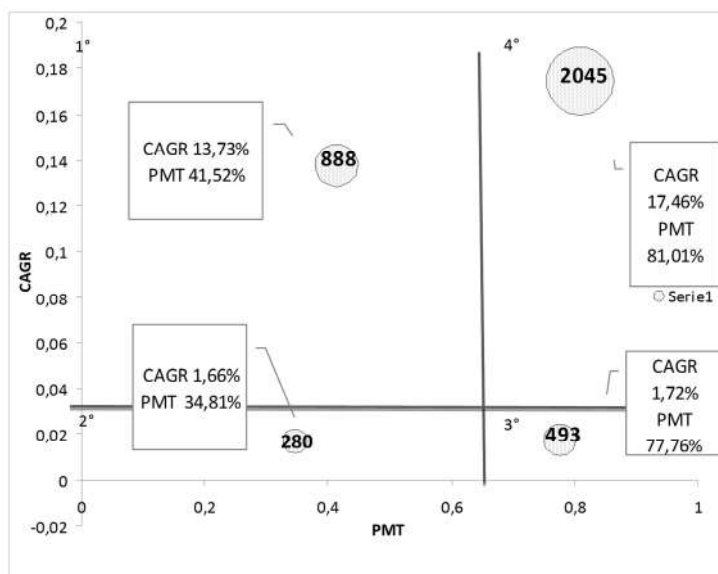
Quadrante	N. aziende	CAGR	PMT	% sul campione
Primo	888	13,73%	41,52%	23,96%
Secondo	280	1,66%	34,81%	7,56%
Terzo	493	1,72%	77,76%	13,30%
Quarto	2.045	17,46%	81,01%	55,18%
Totale	3.706			
Punto di Cut-off		3,43%	64,15%	

Fonte: elaborazione personale

<sup>4</sup> Per "punto di cut-off" si intende la media dei rispettivi indicatori utilizzati per le aziende nel campione.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 5.2 – La matrice “PMT/CAGR”



Fonte: elaborazione personale

Dalla matrice, emerge quanto segue:

- primo quadrante: si collocano le aziende caratterizzate da una crescita aziendale superiore alla media del campione, ma da un peso dei mezzi di terzi inferiore rispetto alla media del campione. Al quadrante appartengono 888 aziende, che rappresentano il 23,96% delle aziende del campione. Ne consegue che il 23,96% delle aziende del campione ha registrato una crescita aziendale superiore rispetto alla media del campione, nonostante il ricorso alle fonti di finanziamento di origine esterna sia stato inferiore rispetto alla media del campione;
- secondo quadrante: si collocano le aziende caratterizzate sia da una crescita aziendale inferiore alla media del campione, sia da un peso dei mezzi di terzi inferiore rispetto alla media del campione. Al quadrante appartengono 280 aziende, che rappresentano il 7,56% delle aziende del campione. Ne consegue che il 7,56% delle aziende considerate ha registrato una crescita aziendale inferiore rispetto alla media, e che le stesse hanno fatto un ricorso alle fonti di finanziamento di origine esterna inferiore rispetto alla media del campione;
- terzo quadrante: si collocano le aziende caratterizzate da una crescita aziendale inferiore alla media del campione, ma da un peso dei mezzi

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

di terzi superiore rispetto alla media del campione. Ad esso appartengono 493 aziende, che rappresentano il 13,30% delle aziende del campione. Nonostante esse abbiano una crescita aziendale inferiore rispetto alla media, esse hanno fatto ricorso ai mezzi di terzi in modo superiore rispetto alla media;

- quarto quadrante: si collocano le aziende caratterizzate sia da una crescita aziendale superiore alla media del campione, sia da un peso dei mezzi di terzi superiore rispetto alla media del campione. Al quadrante appartengono 2.045 aziende, che rappresentano il 55,18% delle aziende del campione. Ne consegue che il 55,18% delle aziende considerate ha registrato una crescita aziendale superiore rispetto alla media, ricorrendo alle fonti di finanziamento di origine esterna in modo superiore rispetto alla media del campione. Si consideri che questo quadrante è quello più numeroso.

Si evince che il maggior numero di aziende si colloca nel quarto quadrante, che è quello caratterizzato sia da una crescita aziendale, sia da un peso dei mezzi di terzi superiore rispetto alla media del campione. Basandosi esclusivamente sui risultati della suddetta matrice, emerge che la crescita ha stimolato un maggiore fabbisogno finanziario dell'azienda; inoltre, il ricorso ai mezzi di terzi ha avuto luogo in misura maggiore rispetto alla media del campione. Ciò ha contribuito ad una variazione della struttura finanziaria dell'azienda a favore dei debiti verso l'esterno.

L'attitudine dell'azienda a ricorrere ai mezzi di terzi in funzione della sua crescita è stata valutata mediante la correlazione di Pearson esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale. Dal calcolo di tale correlazione, emerge quanto segue:

$$\rho = \frac{\text{Cov}(\text{Cagr}, \frac{MT}{CI})}{\sqrt{\text{Var}(\text{Cagr})\text{Var}(\frac{MT}{CI})}} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{Cagr}})(\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{Cagr}})^2 \sum_{i=1}^n (\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}})^2}} = \frac{0,0045}{\sqrt{0,018 * 0,045}} = 0,156$$

La correlazione di Pearson tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è pari a 0,156, ossia si tratta di una correlazione debole: ciò significa che la crescita dell'azienda e il peso dei mezzi di terzi si muovono nella stessa direzione, seppur tale osservazione abbia una debole valenza.

Facendo uso del software econometrico Gretl, emerge che la significatività della correlazione viene confermata dai valori assunti sia del rapporto t (rapporto t di 8,49885), sia del relativo p-value (p-value = 0), ad un livello di significatività dell'1%. Tali valori stanno a significare che la probabilità che il rapporto t appartenga alla distribuzione con media 0 (ossia che

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

l'ipotesi nulla di assenza di correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia vera) è nulla. Ciò conferma che vi è correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, seppur debole.

La relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è stata, inoltre, quantificata mediante lo strumento della regressione lineare semplice. L'impiego della retta di regressione OLS (Ordinary Least Squares o metodo dei minimi quadrati) come metodo di stima della relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale ha permesso di individuare una funzione tramite la quale spiegare il fenomeno considerato (ossia il peso dei mezzi di terzi). La tabella seguente riporta i risultati della regressione lineare impiegando il modello OLS (Tabella 5.5).

Tab. 5.5 – La regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
Costante $\alpha$	0,640694	0,00532209	120,3839	<0,0000 ***
CAGR	0,243351	0,0269259	9,0378	<0,00001 ***

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità<sup>5</sup>

Variante HC1

Fonte: elaborazione personale

La tabella riporta le stime della costante alfa e del coefficiente beta, accompagnate dall'errore standard della stessa. Inoltre, il rapporto t e il p-value hanno permesso di valutare la significatività statistica dei parametri stimati. In particolare, le due ipotesi nulle che sono state testate disgiuntamente sono le seguenti:

- con riferimento alla costante: “la costante è nulla”, ossia essa non è statisticamente significativa;
- con riferimento al CAGR: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e crescita aziendale”.

Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima - valore emergente sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] del 120,3839 per la costante e 9,0378 per la crescita aziendale sono ben superiori al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, che costituisce la soglia critica in

<sup>5</sup> L'eteroschedasticità è un termine utilizzato in statistica per descrivere i casi in cui la varianza di una determinata variabile è differente in campioni diversi.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla). Il rapporto  $t$ , inoltre, è superiore anche a 2,58 (che corrisponde ad un  $p$ -value dell'1%, ossia maggiormente significativo), con un  $p$ -value prossimo a zero: ne deriva che sia la costante sia il CAGR sono due variabili significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi. Inoltre, la variazione dell'1% del CAGR comporta un aumento dello 0,2433% dell'incidenza del peso dei mezzi di terzi.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, stimandola mediante il suddetto modello OLS (Tabella 5.6).

Tab. 5.6 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare semplice

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,67189
Somma quadrata dei residui	126,0587
SQM variabile dipendente	0,211671
Errore standard della regressione	0,209105
R-quadro	0,024442

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 2.885 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver eliminato gli outliers) è pari a 0,67189, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 67,19%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,211671, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (pari a 126,0587) e l'errore standard della regressione (0,209105), è stato possibile calcolare l'R-quadro (il cosiddetto coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,024442. Ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificato dal modello di regressione lineare è pari al 2,4%.

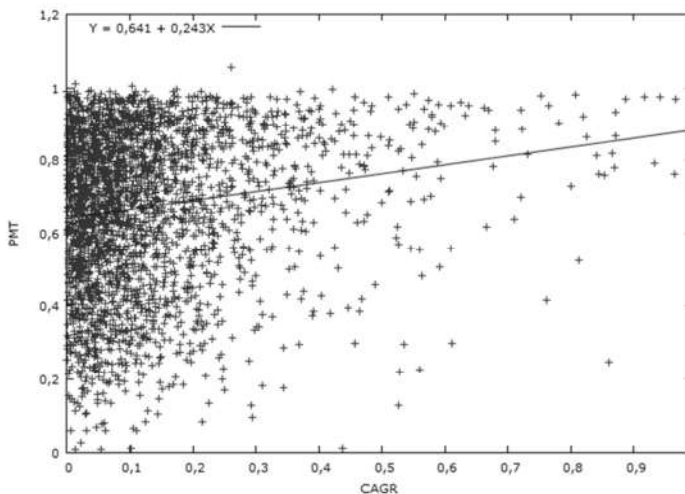
Pertanto, la crescita aziendale non è l'unica variabile utile a spiegare il ricorso dei mezzi di terzi da parte dell'azienda. Concludendo, la retta di regressione lineare avente come parametri la costante e il CAGR è in grado di spiegare solo il 2,4% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi). Nello specifico, una variazione dell'1% della crescita aziendale induce un aumento del peso dei mezzi di terzi pari a 0,2433%. Al con-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

trario, il 97,6% della variabilità della variabile dipendente è attribuibile ai residui, ossia ad altri fattori differenti dalla crescita aziendale.

La suddetta regressione lineare semplice trova rappresentazione grafica nella figura seguente (Figura 5.3).

Fig. 5.3 – La dispersione con la retta di regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale



Fonte: elaborazione personale

Dalla figura, emerge che la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è positiva, individuata dalla retta. Ogni punto della figura rappresenta una delle 2.885 aziende osservate. La suddetta relazione è stimata mediante la retta, mentre i puntini rossi sono le osservazioni effettuate: la distanza di ciascun puntino rosso rispetto alla retta rappresenta l'errore commesso, approssimando la relazione mediante il modello di regressione lineare semplice.

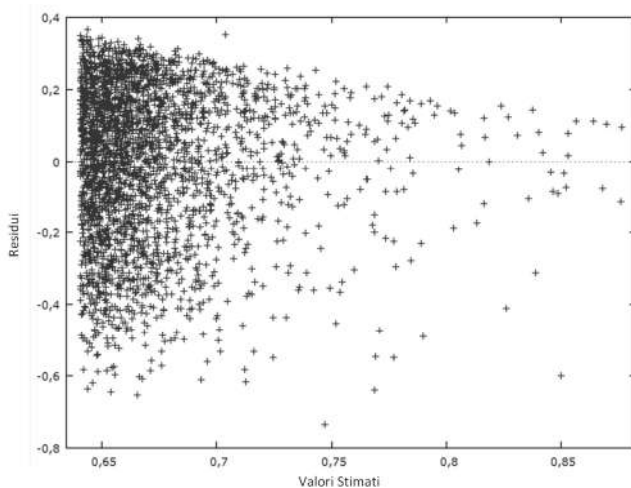
Emerge che, osservando le 2.885 osservazioni, vi è una dispersione significativa attorno alla retta di regressione lineare semplice: infatti, il peso dei mezzi di terzi è influenzato dalla crescita aziendale soltanto per il 2,4%. La maggior parte delle aziende (l'81,25%) si concentra in un'area caratterizzata da una crescita aziendale fino al 20%, mentre il 64,78% delle aziende presenta un peso dei mezzi di terzi tra il 58,88% e il 98%.

Per rafforzare le suddette considerazioni, un metodo utile per verificare la bontà del modello di regressione lineare semplice è rappresentato dal

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

grafico di dispersione, che metta in relazione i residui del modello e i valori predetti (Figura 5.4).

*Fig. 5.4 – Dispersione tra i residui del modello e i valori stimati*



*Fonte:* elaborazione personale

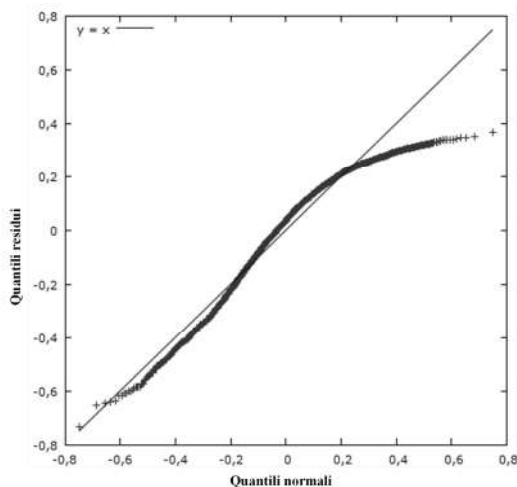
Anche dall'analisi del grafico emerge che la relazione tra residui e valori stimati non è omogenea attorno all'asse delle ascisse. Pertanto, esistono ulteriori fattori utili a spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi (in aggiunta alla crescita aziendale in termini del valore della produzione), che sono incorporati nei residui.

Uno dei criteri da tenere in considerazione affinché i risultati ottenuti nel campione di riferimento siano estendibili ad una realtà più vasta è la normalità della distribuzione dei residui. Nella presente analisi, la normalità dei residui è stata valutata mediante il grafico Q-Q Plot, che mette in relazione i quantili della normale con quelli dei residui emergenti dalla retta di regressione semplice (Figura 5.5).



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 5.5 – Grafico Q-Q Plot per i residui della regressione lineare semplice



Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi dei residui effettuata mediante il grafico Q-Q Plot, emerge che la loro distribuzione non è normale, in quanto i puntini rossi non si sovrappongono alla retta. Inoltre, il test di normalità è uguale a 476,751, con un p-value di 0: ciò suggerisce di rifiutare l'ipotesi nulla di normalità dei residui. Ne deriva che i residui contengono delle variabili indipendenti che meritano di essere osservate al fine di valutare il peso dei mezzi di terzi.

Partendo da tali considerazioni, è stato necessario indagare altre variabili che influenzano il peso dei mezzi di terzi. Come osservato dalla teoria sistemica, infatti, la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi.

Per indagare ulteriormente l'andamento dei mezzi di terzi, si è voluto analizzare, all'interno del campione e con riferimento alle aziende aventi una crescita superiore rispetto alla media del settore (primo e quarto quadrante), se la dimensione del fatturato dell'azienda possa essere un elemento rilevante in questa analisi. In particolare, se le scelte in termini di fonti di finanziamento adottate siano influenzate dalla dimensione aziendale (Tabella 5.7 e 5.8).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 5.7 – Aziende Primo quadrante

Cluster Fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	336	37,84%	16,37%	33,78%
10-50Mln	424	47,75%	14,16%	40,83%
50-100Mln	85	9,57%	13,59%	43,82%
100-200Mln	34	3,83%	14,37%	42,40%
200Mln-250Mln	9	1,01%	7,81%	49,41%
<b>Totale</b>	<b>888</b>	<b>100%</b>	<b>13,73%</b>	<b>41,52%</b>

Fonte: elaborazione personale

Tab. 5.8 – Aziende Quarto quadrante

Cluster fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	861	42,10%	22,71%	82,42%
10-50Mln	943	46,11%	17,31%	80,79%
50-100Mln	175	8,56%	19,17%	79,60%
100-200Mln	59	2,89%	12,83%	81,54%
200-250Mln	7	0,34%	11,17%	78,41%
<b>Totale</b>	<b>2.045</b>	<b>100%</b>	<b>17,46%</b>	<b>81,01%</b>

Fonte: elaborazione personale

In particolare, l'attenzione è stata riposta sulle piccole imprese (ossia quelle aventi fatturato tra 5 e 10 milioni di Euro) e sulle aziende di media dimensione (aventi un fatturato tra 10-50 milioni di Euro), facendo ricorso alla Raccomandazione della Commissione Europea n. 361 del 2003 con riferimento alla classificazione delle aziende in merito al loro fatturato.

Con riferimento alle piccole aziende, esse sono maggiormente presenti nel quarto quadrante (42,08%), ossia quello avente sia una crescita superiore alla media sia un peso dei mezzi di terzi superiore alla media. Al contrario, le aziende con medie dimensioni sono maggiormente presenti nel primo quadrante (47,75%), ossia quello avente una crescita aziendale superiore alla media ed un peso dei mezzi di terzi inferiore alla media. Ne deriva che nelle aziende di piccole dimensioni, la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è maggiormente significativa rispetto alle aziende di medie dimensioni.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Il modello proposto basato sulla regressione lineare semplice (anche distinguendo il fatturato in differenti intervalli) deve essere ulteriormente migliorato. Ciò conferma la teoria sistemica con la quale l'azienda viene osservata, secondo la quale la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi.

A tal fine, è stata applicata la bozza teorica del modello di regressione lineare multipla precedentemente illustrata, la quale mette in relazione il peso dei mezzi di terzi con le suddette variabili. A tal fine, sono state individuate altre variabili (differenti dalla crescita aziendale in termini di Valore della produzione) che possono influenzare il peso dei mezzi di terzi. In particolare, tali nuove variabili, che si aggiungono al CAGR, sono state le seguenti (illustrate nella metodologia):

- l'anzianità dell'azienda (ANZ);
- la distinzione delle aziende a seconda dell'ampiezza del fatturato, ossia classificate tra aziende tra piccole dimensioni (PI) e aziende di medie dimensioni (MI);
- la valutazione della capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa (RDf);
- la capacità di copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente (CIm);
- il CAGR sul capitale investito (CAGR<sub>K</sub>).

Le suddette variabili sono state relazionate al peso dei mezzi di terzi.

La tabella seguente contiene i risultati di applicazione di tale modello (Tabella 5.9)

*Tab. 5.9 – La regressione lineare multipla tra il peso dei mezzi di terzi e le variabili indipendenti*

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
CAGR	0,416573	0,044171	9,431	<0,00001 ***
ANZ	0,0026204	0,00028	9,3741	<0,00001 ***
PI	0,378822	0,012221	30,9965	<0,00001 ***
MI	0,339093	0,012359	27,4371	<0,00001 ***
RDf	0,0533641	0,001621	32,9232	<0,00001 ***
CIm	0,0108131	0,001608	6,7261	<0,00001 ***
CAGR <sub>K</sub>	0,226727	0,038268	5,9247	<0,00001 ***

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

L'indagine orizzontale in corso ha permesso di identificare la relazione esistente tra ogni singola variabile ed il peso dei mezzi di terzi. In particolare, le ipotesi nulle che sono state testate disgiuntamente sono le seguenti:

- con riferimento al CAGR: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale”.
- con riferimento ad ANZ: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e anzianità dell'impresa”;
- con riferimento al PI: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e il fatto che l'azienda sia di piccole dimensioni”;
- con riferimento al MI: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e il fatto che l'azienda sia di medie dimensioni”;
- con riferimento al Rdf: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e capacità di rimborso dei debiti finanziari dell'impresa con l'attività operativa”;
- con riferimento al CIm: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e grado di copertura delle immobilizzazioni”;
- con riferimento al CAGR<sub>K</sub>: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e la crescita del capitale investito”.

Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima – valore sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] del 9,431 per la crescita aziendale in termini del Valore della produzione (CAGR), del 9,3741 per l'anzianità dell'azienda (ANZ), del 30,9965 per la variabile derivante dalla piccola dimensione dell'azienda (PI), del 27,4371 per la variabile derivante dalla media dimensione dell'azienda, del 32,9232 per la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa (Rdf), del 6,7261 per l'indice di copertura delle immobilizzazioni (CIm), del 5,9247 per la crescita del capitale investito (CAGR<sub>K</sub>), sono ben superiori al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, il quale costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla), ma anche del valore critico di 2,58 (che corrisponde ad un p-value dell'1%). Ne deriva che sia il CAGR sia le altre variabili utilizzate nel modello sono significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi. In particolare, emerge quanto segue:

- la variazione dell'1% del CAGR comporta un aumento dello 0,42% del peso dei mezzi di terzi;
- l'aumento di un anno dell'anzianità dell'azienda comporta un aumento dello 0,2% del peso dei mezzi di terzi;

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- l'essere una azienda di piccole dimensioni invece che un'azienda di medie dimensioni implica una differenza del 3,9% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione di 1 del R<sub>Df</sub> implica un aumento pari a 5,3% del peso dei mezzi di terzi;
- un aumento di 1 dell'indice di copertura delle immobilizzazioni comporta un aumento dell'1,08% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione dell'1% del CAGR<sub>K</sub> comporta un aumento dello 0,23% del peso dei mezzi di terzi.

Ne consegue che le variabili indipendenti utilizzate nel modello sono statisticamente significative a un livello di significatività del 5% (o anche dell'1%), poiché i rispettivi rapporti t sono superiori alla soglia critica dell'1,96 (2,58 corrispondente all'1%). Inoltre, il valore di p-value (pari a 0) per ciascuna variabile indipendente presente nel modello indica la presenza di una relazione di causa-effetto tra queste ultime e il peso dei mezzi di terzi.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare multipla tra il peso dei mezzi di terzi e le variabili identificate, che è stata stimata mediante il suddetto modello OLS (Tabella 5.10).

Tab. 5.10 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare multipla

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,67179
Somma dei residui al quadrato	172,3934
R-quadro	0,879464
SQM variabile dipendente	0,211671
Errore standard della regressione	0,244831
F (7, 2876)	3966,367
P-value(F)	0,000000
R-quadro corretto	0,879213

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 2.885 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver escluso le outliers) è pari a 0,67179, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 67,18%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,211671, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (172,3934) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, essa era pari a 126,0587, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla) e l'errore standard della regressione (0,244831) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, esso era pari a 0,209105, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla), è stato possibile calcolare l'R-quadro corretto (detto anche coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,879213.

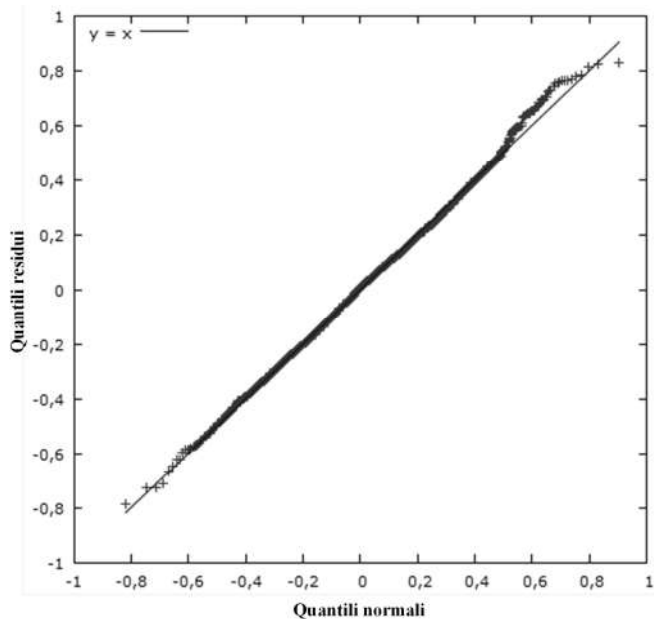
Ciò significa che la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello di regressione lineare multipla è pari all'87,92% (mentre nel modello precedente, il peso dei mezzi di terzi veniva spiegato con il CAGR soltanto per il 2,4%). Concludendo, il nostro modello è in grado di spiegare l'87,92% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi), accrescendo la sua efficacia informativa rispetto al modello della regressione lineare semplice.

Un altro parametro utile a valutare la bontà del modello proposto è la statistica F: essa verifica l'ipotesi nulla che le sette variabili indipendenti inserite nel modello non siano in grado, congiuntamente, di spiegare il fenomeno indagato (ossia il peso dei mezzi di terzi sul capitale acquisito). Emerge che, in base al p-value ad essa correlato (p-value (F) = 0), si rifiuta la suddetta ipotesi nulla: dal momento che le variabili non sono tutte pari a zero, almeno una è significativa nello spiegare il suddetto fenomeno.

Ai fini valutativi della bozza teorica del modello, è stato necessario condurre un'analisi sui residui che emergono dalla regressione lineare multipla. Ciò ha permesso di verificare la presenza di altre variabili indipendenti non ancora considerate nel modello. In particolare, è stato utile valutare la normalità degli stessi e la possibilità di osservare la correlazione tra i residui e le variabili indipendenti (la correlazione, infatti, indica l'esistenza di altri parametri utili a spiegare il peso dei mezzi di terzi). La valutazione della normalità dei residui è stata effettuata mediante il grafico Q-Q plot, il quale mette a confronto i quantili emersi da una normale con quelli della distribuzione dei residui (Figura 5.6).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 5.6 – Grafico Q-Q Plot dei residui nella regressione lineare multipla



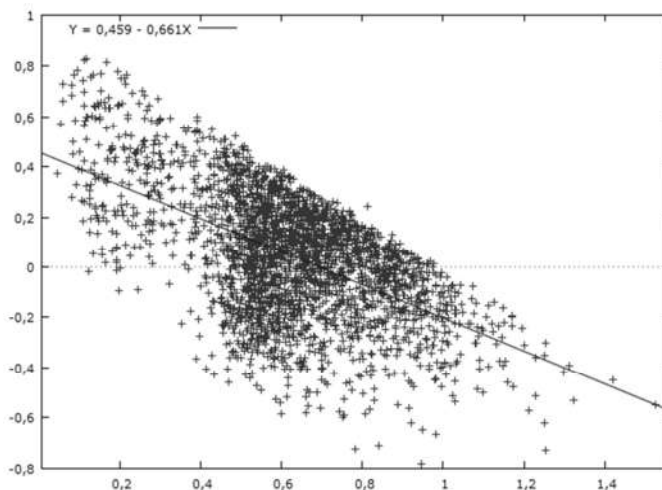
Fonte: elaborazione personale

Si osserva che i quantili delle due distribuzioni (quella normale e quella dei residui) si sovrappongono, cioè i residui si atteggiano come una normale. In altri termini, è possibile generalizzare le considerazioni emerse in tale campione ad una realtà più ampia. Inoltre, il test di normalità condotto sui residui comporta l'accettazione dell'ipotesi nulla di normalità a un livello di 5% (o anche dell'1%), in quanto il relativo p-value è pari a 0,05277. Le considerazioni emerse dall'applicazione del modello sono pertanto significative.

Analizzando il grafico (Figura 5.7) avente per oggetto la relazione tra residui e valori stimati, emerge l'esistenza di una relazione tra i residui e il peso dei mezzi di terzi. Ciò significa che, tra i residui, vi può essere la presenza di alcune variabili indipendenti utili a spiegare il fenomeno.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 5.7 – Relazione tra residui e valori stimati



Fonte: elaborazione personale

Dopo aver effettuato l'indagine in senso orizzontale, di seguito viene illustrata l'indagine in chiave verticale. Al fine di valutare l'interdipendenza tra le variabili impiegate nel modello (che è una condizione necessaria per affermare la bontà del modello proposto nell'ambito della teoria sistemica), si riporta la matrice di covarianza tra le variabili indipendenti (Tabella 5.11).

Tab. 5.11 – La matrice di covarianza tra le variabili indipendenti

CAGR	RDf	CIm	CAGR <sub>k</sub>	ANZ	PI	MI	
0,00195106	3,28E-06	2,26E-06	-1,00E-04	5,47E-07	-1,66E-04	-1,83E-04	<b>CAGR</b>
	2,63E-06	6,45E-07	-1,03E-07	-3,19E-08	-9,02E-06	-9,33E-06	<b>RDf</b>
		2,58E-06	-3,91E-06	-4,63E-08	-7,37E-06	-7,63E-06	<b>CIm</b>
			0,00146443	6,19E-07	-3,12E-05	4,62E-06	<b>CAGR<sub>k</sub></b>
				7,81E-08	-1,71E-06	-1,95E-06	<b>ANZ</b>
					1,15E-04	1,14E-04	<b>PI</b>
						1,53E-04	<b>MI</b>

Fonte: elaborazione personale

Emerge che le covarianze tra le variabili indipendenti non risultano pari a zero, ossia le variabili incluse nella bozza teorica del modello sono tra lo-



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

ro interdipendenti. Tale condizione è necessaria per sostenere la bontà del modello proposto: esso vuole indagare un particolare fenomeno aziendale (ossia il peso dei mezzi di terzi) attraverso una serie di variabili economico-aziendali, condividendo la teoria sistemica.

Concludendo, la bozza teorica del modello basato sulla regressione lineare multipla è in grado di spiegare il fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) per l'87,92%. A tal fine, le variabili economico-aziendali impiegate per spiegare il fenomeno sono state le seguenti: la crescita aziendale in termini del valore della produzione, l'anzianità dell'azienda, la distinzione delle aziende in relazione al loro fatturato tra aziende di piccole dimensioni e aziende di medie dimensioni, la capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa, la copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente, nonché la crescita aziendale in termini di capitale investito. Esse si manifestano interdipendenti le une alle altre a sostegno della teoria sistemica.

Nonostante la verifica della normalità dei residui, è emersa una relazione tra i residui e i valori stimati: ciò significa che i residui presentano ulteriori caratteristiche da modellare, ossia che vi è la presenza di ulteriori variabili che andrebbero analizzate al fine di motivare completamente l'andamento del peso dei mezzi di terzi. Tali limitazioni della bozza teorica del modello sono collegate alle due componenti di un qualsiasi modello di regressione lineare multipla (componente deterministica e componente stocastica), di cui si è detto nella metodologia.

## **5.5. L'applicazione del modello al settore Manifattura**

La bozza teorica del modello, dopo essere stata applicata all'intero campione, è stata applicata ad ogni singolo settore considerato. In primo luogo, è stato preso in esame il settore Manifattura, che costituisce il settore con una più elevata popolazione nell'ambito del campione analizzato. L'indagine è stata posta in essere in senso orizzontale e, successivamente, in senso verticale.

Di seguito, viene condotta l'analisi in senso orizzontale.

Di seguito viene analizzata la relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi (PMT) e la crescita aziendale (CAGR), per esaminare la scelta di finanziare la crescita aziendale con le fonti di finanziamento di origine esterna. Le aziende sono state classificate nell'ambito della matrice PMT/CAGR (Tabella 5.12 e Figura 5.8).

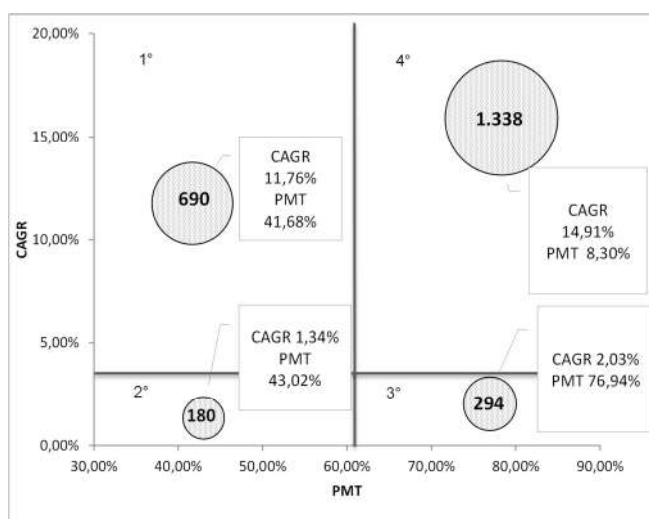
L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 5.12 – La relazione “peso mezzi di terzi/ crescita aziendale”

Quadrante	N. aziende	CAGR	PMT	%
Primo	690	11,76%	41,68%	27,58%
Secondo	180	1,34%	43,02%	7,19%
Terzo	294	2,03%	76,94%	11,75%
Quarto	1.338	14,91%	8,30%	53,48%
Totale	2.502			
Punto di Cut-off		3,02%	61,38%	

Fonte: elaborazione personale

Fig. 5.8 – La matrice “PMT/CAGR”



Fonte: elaborazione personale

Dalla matrice, emerge che il maggior numero di aziende si colloca nel quarto quadrante, che è quello caratterizzato sia da una crescita aziendale, sia da un peso dei mezzi di terzi superiore rispetto alla media di settore. Ne deriva che la crescita ha stimolato un maggiore fabbisogno finanziario dell'azienda. Esso è stato soddisfatto in maniera rilevante con le fonti di finanziamento di origine esterna, concorrendo a determinare una variazione nella struttura finanziaria dell'azienda a favore dei debiti verso l'esterno.

Successivamente, è stata impiegata la correlazione di Pearson esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, al fine di valutare se le suddette variabili hanno un andamento concordante, ossia se esse sono en-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

trambe caratterizzate da una crescita o da una riduzione. Dal calcolo di tale correlazione, emerge quanto segue:

$$\rho = \frac{\text{Cov}(\text{Cagr}, \frac{MT}{CI})}{\sqrt{\text{Var}(\text{Cagr})\text{Var}(\frac{MT}{CI})}} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{Cagr}}) (\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{Cagr}})^2 \sum_{i=1}^n (\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}})^2}} = \frac{0,0046}{\sqrt{0,016 \cdot 0,043}} = 0,176$$

La correlazione di Pearson tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è pari a 0,176, ossia si tratta di una correlazione debole. Ciò significa che la crescita dell'azienda e il peso dei mezzi di terzi si muovono nella stessa direzione, seppur tale osservazione abbia una debole valenza.

Facendo uso del software econometrico Gretl, emerge che la significatività della correlazione viene confermata dai valori assunti sia del rapporto t (rapporto t di 8,18381), sia del relativo p-value (p-value = 0). Tali valori mostrano che la probabilità che il rapporto t appartenga alla distribuzione con media 0 (ossia che l'ipotesi nulla di assenza di correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia vera) è nulla. Ciò conferma che vi è una correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, seppur debole.

La relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è stata, inoltre, quantificata mediante lo strumento della regressione lineare semplice. L'impiego della retta di regressione OLS (Ordinary Least Squares o metodo dei minimi quadrati) come metodo di stima della relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale ha permesso di individuare una funzione tramite la quale spiegare il fenomeno considerato (ossia il peso dei mezzi di terzi). La tabella seguente riporta i risultati della regressione lineare impiegando il modello OLS (Tabella 5.13).

Tab. 5.13 – La regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
Costante $\alpha$	0,619943	0,00597931	103,6814	<0,00001 ***
CAGR	0,286217	0,0301512	9,4927	<0,00001 ***

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

La tabella riporta le stime della costante alfa e del coefficiente beta, accompagnate dall'errore standard della stessa. Il rapporto t e il p-value hanno permesso di valutare la significatività statistica dei parametri stimati. In particolare, le due ipotesi nulle che sono state testate disgiuntamente sono le seguenti:

- con riferimento alla costante: “la costante è nulla”, ossia essa non è statisticamente significativa;
- con riferimento al CAGR: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e crescita aziendale”.

Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima - valore emergente sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] del 103,6814 per la costante e 9,4927 per la crescita aziendale sono ben superiori al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, che costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla) ed anche a 2,58 (che corrisponde ad un p-value dell'1%, ossia maggiormente significativo). Ne deriva che sia la costante sia il CAGR sono due variabili significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi. Inoltre, la variazione dell'1% del CAGR comporta un aumento dello 0,28% dell'incidenza del peso dei mezzi di terzi.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, stimandola mediante il suddetto modello OLS (Tabella 5.14).

Tab. 5.14 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare semplice

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,655211
Somma dei residui al quadrato	86,14973
SQM variabile dipendente	0,206307
Errore standard della regressione	0,203124
R-quadro	0,031079

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 2.090 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver eliminato gli outliers) è pari a 0,655211, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 65,52%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,206307, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della va-

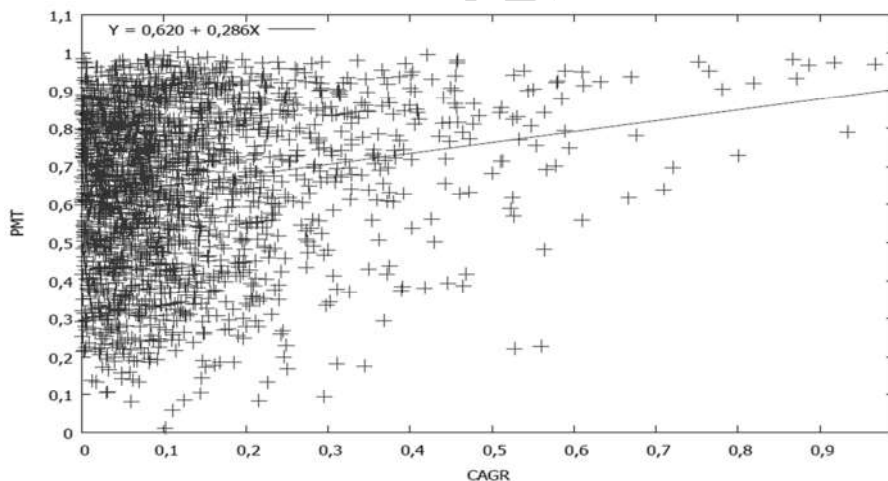
L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

riabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (pari a 86,14973) e l'errore standard della regressione (0,203124), è stato possibile calcolare l'R-quadro (il cosiddetto coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,031079. Ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello di regressione lineare semplice è pari al 3,1%. Ne consegue che la crescita aziendale non è l'unica variabile utile a spiegare il ricorso dei mezzi di terzi da parte dell'azienda.

Concludendo, la retta di regressione lineare semplice avente come parametri la costante e il CAGR è in grado di spiegare solo il 3,1% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi). Nello specifico, una variazione dell'1% della crescita aziendale induce un aumento del peso dei mezzi di terzi pari a 0,286%. Al contrario, il 96,9% della variabilità della variabile dipendente è attribuibile ai residui, ossia ad altri fattori differenti dal peso dei mezzi di terzi.

La suddetta regressione lineare semplice trova rappresentazione grafica nella figura seguente (Figura 5.9).

Fig. 5.9 – La dispersione con la retta di regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale



Fonte: elaborazione personale

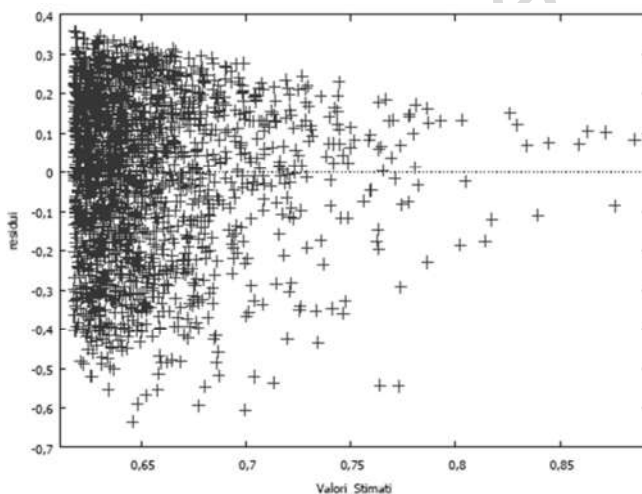
Dalla figura, emerge che la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è positiva, individuata dalla retta. Ogni punto della figura rappresenta una delle 2.090 aziende osservate. La suddetta relazione è sti-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

mata mediante la retta, mentre i puntini rossi sono le osservazioni effettuate: la distanza di ciascun puntino rosso rispetto alla retta rappresenta l'errore commesso, approssimando la relazione mediante il modello di regressione lineare semplice. Emerge che, osservando le 2.090 osservazioni, vi è una dispersione significativa attorno alla retta di regressione lineare semplice: infatti, il peso dei mezzi di terzi è influenzato dalla crescita aziendale soltanto per il 3,1%. Si osserva, inoltre, che la maggior parte delle aziende (l'87% delle stesse) si concentra in un'area caratterizzata da una crescita aziendale fino al 20%, così come il 49% delle aziende presenta un peso dei mezzi di terzi tra il 60,08% e l'88,4%.

Per rafforzare le suddette considerazioni, un metodo utile per verificare la bontà del modello di regressione lineare semplice è rappresentato dal grafico di dispersione che metta in relazione i residui del modello e i valori predetti (Figura 5.10).

Fig. 5.10 – Dispersione tra i residui del modello e i valori stimati



Fonte: elaborazione personale

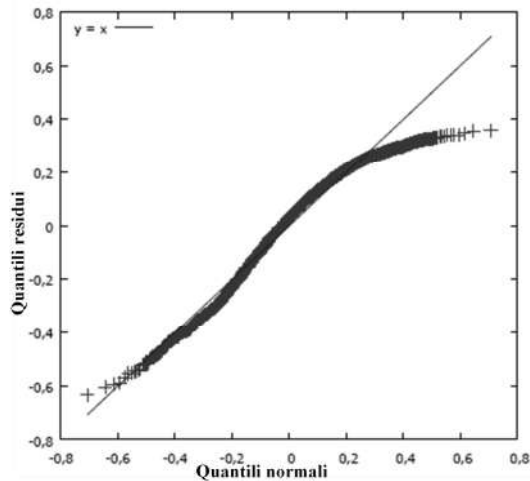
Anche osservando il grafico emerge che la relazione tra residui e valori stimati non è omogenea attorno all'asse delle ascisse. Pertanto, esistono ulteriori fattori utili a spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi (in aggiunta alla crescita aziendale in termini del valore della produzione), che sono incorporati nei residui.

Uno dei criteri da tenere in considerazione affinché i risultati ottenuti nel campione di riferimento siano estendibili ad una realtà più vasta è la

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

normalità della distribuzione dei residui. Nella presente analisi, la normalità dei residui è stata valutata mediante il grafico Q-Q Plot, che mette in relazione i quantili della normale con quelli dei residui emergenti dalla retta di regressione semplice (Figura 5.11).

Fig. 5.11 – Grafico Q-Q Plot per i residui della regressione lineare semplice



Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi dei residui effettuata mediante il grafico Q-Q Plot, emerge che la loro distribuzione non è normale, in quanto i puntini rossi non si sovrappongono alla retta. Inoltre, il test di normalità è uguale a 249,575, con un p-value di 0: ciò suggerisce di rifiutare l'ipotesi nulla di normalità dei residui. Ne deriva che i residui contengono delle variabili indipendenti che meritano di essere osservate al fine di valutare il peso dei mezzi di terzi.

Partendo da tali considerazioni, è stato necessario indagare altre variabili che influenzano il peso dei mezzi di terzi, in quanto l'analisi della regressione lineare semplice ha fatto emergere che la crescita aziendale influenza il peso dei mezzi di terzi soltanto nella misura del 3,1%. Come osservato dalla teoria sistemica, infatti, la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi.

Al fine di indagare ulteriormente l'andamento dei mezzi di terzi, si è voluto analizzare, all'interno del settore di riferimento e con riferimento alle aziende aventi una crescita superiore rispetto alla media del settore (primo e quarto quadrante), se la dimensione del fatturato dell'azienda possa rappresentare un elemento rilevante in questa analisi. In particolare, se le scelte in

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

termini di fonti di finanziamento adottate siano influenzate dalla dimensione aziendale (Tabella 5.15 e 5.16).

Tab. 5.15 – Aziende Primo quadrante

Cluster Fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	227	32,90%	13,12%	36,48%
10-50Mln	353	51,16%	11,98%	40,64%
50-100Mln	72	10,43%	12,21%	43,73%
100-200Mln	29	4,20%	12,53%	38,83%
200Mln-250Mln	9	1,30%	7,36%	48,94%
<b>Totale</b>	<b>690</b>	<b>100,0%</b>	<b>11,76%</b>	<b>41,68%</b>

Fonte: elaborazione personale

Tab. 5.16 – Aziende Quarto quadrante

Cluster fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	536	40,06%	18,11%	81,34%
10-50Mln	633	47,31%	15,94%	78,81%
50-100Mln	122	9,12%	18,13%	77,14%
100-200Mln	42	3,14%	12,68%	79,47%
200-250Mln	5	0,37%	8,80%	68,89%
<b>Totale</b>	<b>1.338</b>	<b>100%</b>	<b>15,91%</b>	<b>78,30%</b>

Fonte: elaborazione personale

In particolare, l'attenzione è stata riposta sulle piccole imprese (ossia quelle aventi fatturato tra 5 e 10 milioni di Euro) e sulle aziende di media dimensione (aventi un fatturato tra 10-50 milioni di Euro), facendo ricorso alla Raccomandazione della Commissione Europea n. 361 del 2003 con riferimento alla classificazione delle aziende in merito al loro fatturato.

Con riferimento alle piccole aziende, esse sono maggiormente presenti nel quarto quadrante (40,06%), ossia quello avente sia una crescita aziendale sia un peso dei mezzi di terzi superiore alla media. Al contrario, le aziende con medie dimensioni sono maggiormente presenti nel primo quadrante (51,16%), ossia quello avente una crescita superiore alla media ed un peso dei mezzi di terzi inferiore alla media. Ne deriva che nelle piccole aziende,



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

rispetto alle aziende di medie dimensioni, la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia maggiore.

Il modello proposto basato sulla regressione lineare semplice (anche distinguendo il fatturato in differenti intervalli) deve essere ulteriormente migliorato. Ciò conferma la teoria sistemica con la quale l'azienda viene osservata, secondo la quale la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi.

A tal fine, sono state individuate altre variabili (differenti dalla crescita aziendale in termini di Valore della produzione) che potessero influenzare il peso dei mezzi di terzi. In particolare, tali nuove variabili, che si aggiungono al CAGR, sono state illustrate nella metodologia. Le suddette variabili sono state relazionate al peso dei mezzi di terzi.

È stato quindi applicata la bozza teorica del modello che mette in relazione il peso dei mezzi di terzi con le suddette variabili, attraverso lo strumento econometrico della regressione lineare multipla, stimata mediante il metodo OLS (Ordinary Least Squares o metodo dei minimi quadrati). La tabella seguente contiene i risultati di applicazione di tale modello (Tabella 5.17).

Tab. 5.17 – La regressione lineare multipla tra il peso dei mezzi di terzi e le variabili considerate

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
CAGR	0,465989	0,0477121	9,7667	<0,00001 ***
ANZ	0,00256797	0,000267776	9,5900	<0,00001 ***
PI	0,342387	0,0130066	26,3240	<0,00001 ***
MI	0,301317	0,0128687	23,4146	<0,00001 ***
RDf	0,0590481	0,00171221	34,4866	<0,00001 ***
CIm	0,00840649	0,00184174	4,5644	<0,00001 ***
CAGR <sub>K</sub>	0,20661	0,0434071	4,7598	<0,00001 ***

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

dove:

CAGR = crescita aziendale in termini di valore della produzione

ANZ = numero di anni dalla costituzione dell'azienda

PI = azienda di piccola dimensione

MI = azienda di media dimensione

RDf = capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa

CIm = copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente

CAGR<sub>K</sub> = crescita aziendale in termini di capitale investito

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

In particolare, le ipotesi nulle che sono state testate disgiuntamente sono le medesime verificate per l'intero campione, ossia:

- con riferimento al CAGR: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale”.
- con riferimento ad ANZ: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e anzianità dell'impresa”;
- con riferimento al PI: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e il fatto che l'azienda sia di piccole dimensioni”;
- con riferimento al MI: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e il fatto che l'azienda sia di medie dimensioni”;
- con riferimento al RDf: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e capacità di rimborso dei debiti dell'impresa con l'attività operativa”;
- con riferimento al CIm: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e grado di copertura delle immobilizzazioni”;
- con riferimento al CAGR<sub>K</sub>: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e la crescita del capitale investito”.

Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima – valore sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] del 9,7667 per la crescita aziendale in termini del Valore della produzione (CAGR), del 9,5900 per l'anzianità dell'azienda (ANZ), del 26,3240 per la variabile derivante dalla piccola dimensione dell'azienda (PI), del 23,4146 per la variabile derivante dalla media dimensione dell'azienda, del 34,4866 per la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa (RDf), del 4,5644 per l'indice di copertura delle immobilizzazioni (CIm), del 4,7598 per la crescita del capitale investito (CAGR<sub>K</sub>), sono ben superiori al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, il quale costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla) ed anche al valore critico di 2,58 (che corrisponde ad un p-value dell'1%). Ne deriva che sia il CAGR sia le altre variabili utilizzate nel modello sono significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi. In particolare, emerge quanto segue:

- la variazione dell'1% del CAGR comporta un aumento dello 0,47% del peso dei mezzi di terzi;
- l'aumento di un anno dell'anzianità dell'azienda comporta un aumento dello 0,2% del peso dei mezzi di terzi;
- l'essere una azienda di piccole dimensioni invece che un'azienda di medie dimensioni implica una differenza del 4,1% del peso dei mezzi di terzi;

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- la variazione di 1 del Rdf implica un aumento pari a 5,9% del peso dei mezzi di terzi;
- un aumento di 1 dell'indice di copertura delle immobilizzazioni comporta un aumento dello 0,84% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione dell'1% del CAGR<sub>K</sub> comporta un aumento dello 0,21% del peso dei mezzi di terzi.

Emerge che le variabili indipendenti utilizzate nel modello sono statisticamente significative a un livello di significatività del 5% (o anche dell'1%), poiché i rispettivi rapporti t sono superiori alla soglia critica dell'1,96 (2,58 corrispondente all'1%). Inoltre, il valore di p-value (pari a 0) per ciascuna variabile indipendente presente nel modello indica la presenza di una relazione causa-effetto tra queste ultime e il peso dei mezzi di terzi.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, che è stata stimata mediante il suddetto modello OLS (Tabella 5.18).

Tab. 5.18 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare multipla

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,655211
Somma dei residui al quadrato	100,9697
R-quadro	0,897612
SQM variabile dipendente	0,206307
Errore standard della regressione	0,220166
R-quadro corretto	0,897318
F (7, 2083)	3226,215
P-value(F)	0,000000

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 2.090 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver escluso le outliers) è pari a 0,655211, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 65,52%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,206307, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (100,9697) (si consideri che, nella regressione linea-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

re semplice, essa era pari a 86,14973, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla) e l'errore standard della regressione lineare multipla (0,220166) (anche per questo valore, emerge che nella regressione lineare semplice esso era pari a 0,203124, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla), è stato possibile calcolare l'R-quadro corretto (detto anche coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,897318.

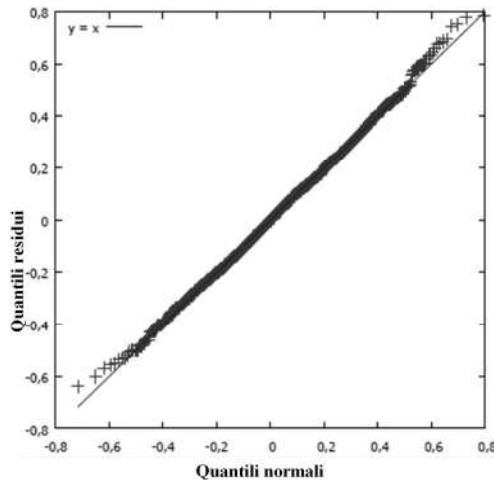
Ciò significa che la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello di regressione lineare multipla è pari all'89,73% (mentre nel modello precedente, il peso dei mezzi di terzi veniva spiegato con il CAGR soltanto per il 3,02%). Concludendo, il nostro modello è in grado di spiegare l'89,73% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi), accrescendo la sua efficacia informativa rispetto al modello della regressione lineare semplice.

Un altro parametro utile a valutare la bontà del modello proposto è la statistica F: essa verifica l'ipotesi nulla che le sette variabili indipendenti inserite nel modello non siano in grado, congiuntamente, di spiegare il fenomeno indagato (ossia il peso dei mezzi di terzi). Emerge che, in base al p-value ad essa correlato ( $p\text{-value}(F) = 0$ ) si rifiuta la suddetta ipotesi nulla: dal momento che le variabili non sono tutte pari a zero, almeno una è significativa nello spiegare il suddetto fenomeno.

Ai fini valutativi del modello, è stato necessario condurre un'analisi sui residui che emergono dalla regressione lineare multipla. Ciò ha permesso di verificare la presenza di altre variabili indipendenti non ancora considerate nel modello. In particolare, è stato utile valutare la normalità degli stessi e la possibilità di osservare la correlazione tra i residui e le variabili indipendenti (la correlazione, infatti, indica l'esistenza di altri parametri utili a spiegare il peso dei mezzi di terzi). La valutazione della normalità dei residui è stata effettuata mediante il grafico Q-Q plot, il quale mette a confronto i quantili emersi da una normale con quelli della distribuzione dei residui (Figura 5.12).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 5.12 – Grafico Q-Q Plot dei residui della regressione multipla



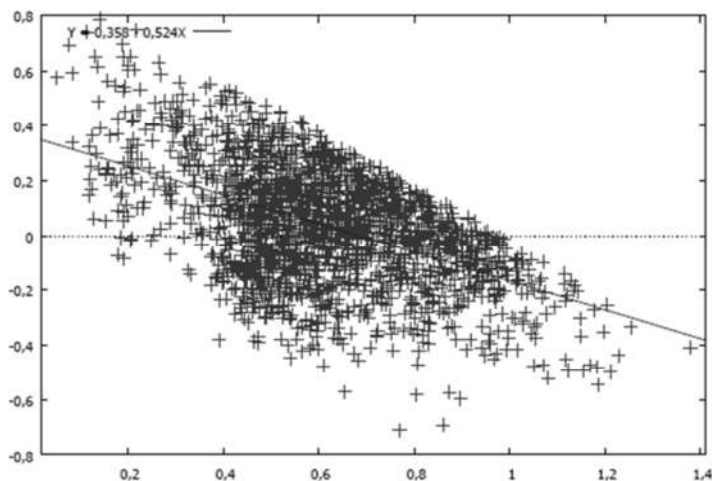
Fonte: elaborazione personale

Emerge che i quantili delle due distribuzioni si sovrappongono, cioè i residui si atteggiano come una normale. In altri termini, è possibile generalizzare le considerazioni emerse in tale campione ad una realtà più ampia. Inoltre, il test di normalità condotto sui residui comporta l'accettazione dell'ipotesi nulla di normalità a un livello di 5% (o anche dell'1%), in quanto il relativo p-value è pari a 0,21714. Le considerazioni emerse dall'applicazione del modello sono pertanto significative.

Analizzando il grafico (Figura 5.13) avente per oggetto la relazione tra residui e valori stimati, emerge l'esistenza di una relazione tra i residui e il peso dei mezzi di terzi. Ciò significa che, tra i residui, vi può essere la presenza di alcune variabili indipendenti utili a spiegare il fenomeno.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 5.13 – Relazione tra residui e valori stimati



Fonte: elaborazione personale

Di seguito, viene condotta l'analisi in senso verticale. Per valutare l'interdipendenza tra le variabili impiegate nel modello (che è una condizione necessaria per affermare la bontà del modello proposto nell'ambito della teoria sistemica), si riporta la matrice di covarianza tra le variabili indipendenti (Tabella 5.19).

Tab. 5.19 – La matrice di covarianza tra le variabili indipendenti

CAGR	Rdf	Clim	PI	MI	CAGR <sub>k</sub>	ANZ	
0,00227645	1,03757e-007	1,67913e-006	-1,92051 e-004	-2,04628 e-004	-1,15456e-002	8,68735e-007	<b>CAGR</b>
	2,93165e-006	6,60669e-007	-9,78829e-006	-1,01661e-005	-9,59645e-007	-1,95069e-008	<b>Rdf</b>
		3,39201e-006	-8,57672e-006	-8,35380e-006	-7,24732e-006	-6,40949e-008	<b>Clim</b>
			0,000169173	0,000123156	-2,88074e-005	-1,70447e-006	<b>PI</b>
				0,000165605	2,22350e-005	-1,98112e-006	<b>MI</b>
					0,00188418	4,34122e-007	<b>CAGR<sub>k</sub></b>
						7,17042e-008	<b>ANZ</b>

Fonte: elaborazione personale

Emerge che le covarianze tra le variabili indipendenti non risultano pari a zero, ossia le variabili incluse nella bozza teorica del modello sono tra loro interdipendenti. Tale condizione è necessaria per sostenere la bontà del

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

modello proposto: esso vuole indagare un particolare fenomeno aziendale (ossia il peso dei mezzi di terzi) attraverso una serie di variabili economico-aziendali, condividendo la teoria sistemica.

Concludendo, la bozza teorica del modello proposto basato sulla regressione lineare multipla è in grado di spiegare il fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) per l'89,73%, grazie ad una serie di variabili economico-aziendali (quali la crescita aziendale in termini del valore della produzione, l'anzianità dell'azienda, la distinzione delle aziende in relazione al loro fatturato tra aziende di piccole dimensioni e aziende di medie dimensioni, la capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa, la copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente, nonché la crescita aziendale in termini di capitale investito). Tali variabili si manifestano interdipendenti le une alle altre a sostegno della teoria sistemica.

Nonostante la verifica della normalità dei residui, è emersa una relazione tra i residui e i valori stimati: ciò significa che i residui presentano ulteriori caratteristiche da modellare, ossia che vi è la presenza di ulteriori variabili che andrebbero analizzate al fine di motivare completamente l'andamento del peso dei mezzi di terzi. Tali limitazioni della bozza teorica del modello sono ricollegabili alle due componenti di un qualsiasi modello di regressione lineare multipla (componente deterministica e componente stocastica), di cui si è detto nella metodologia.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## 6. L'INDAGINE EMPIRICA SU ALTRI SETTORI

### 6.1. Settore Logistica e trasporti

La bozza teorica del modello è stata applicata, in prima battuta, all'intero campione (nel par. 5.4). Successivamente, l'applicazione della bozza ha luogo ad ogni singolo settore, al fine di verificare la bontà della stessa su un campione più limitato in termini di popolazione. Questo capitolo contiene i risultati dell'applicazione della bozza del modello ai settori meno rappresentativi in termini di popolazione nell'ambito del campione.

Con riferimento al settore Logistica e trasporto, di seguito viene analizzata, in primo luogo, l'indagine in senso orizzontale e, successivamente, quella in senso verticale.

In chiave orizzontale, è stata prima valutata la relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi (PMT) e la crescita aziendale (CAGR), per esaminare la scelta di finanziare la crescita aziendale con le fonti di finanziamento di origine esterna. Le aziende sono state classificate nell'ambito della matrice PMT/CAGR, nella quale i quattro quadranti sono stati individuati in funzione dei punti di cut-off della crescita aziendale (CAGR) e del peso dei mezzi di terzi (PMT) del campione (dove per punto di cut-off si intende la media delle aziende del settore dei rispettivi indicatori utilizzati) (Tabella 6.1 e Figura 6.1).



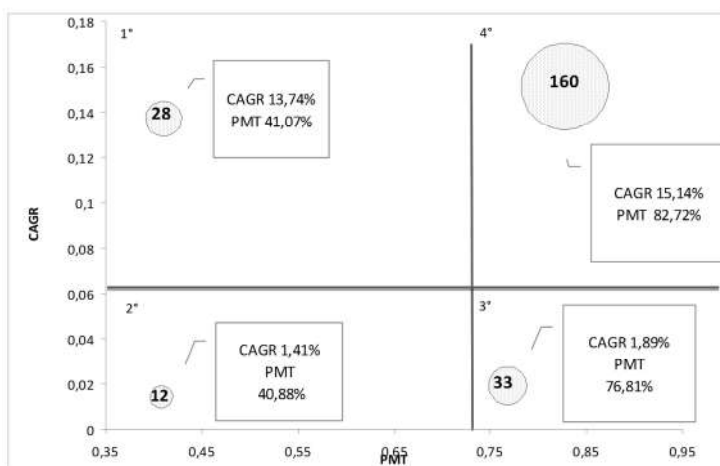
L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 6.1 – La relazione “peso mezzi di terzi/crescita aziendale”

Quadrante	N. aziende	CAGR	PMT	%
Primo	28	13,74%	41,07%	12,02%
Secondo	12	1,41%	40,88%	5,15%
Terzo	33	1,89%	76,81%	14,16%
Quarto	160	15,14%	82,72%	68,67%
Totale	233			
Punto di Cut-off		6,05%	74,20%	

Fonte: elaborazione personale

Fig. 6.1 – La matrice PMT/CAGR



Fonte: elaborazione personale

Dalla matrice, emerge che il maggior numero di aziende si colloca nel quarto quadrante, che è quello caratterizzato sia da una crescita aziendale, sia da un peso dei mezzi di terzi superiore rispetto alla media di settore. Ne deriva che la crescita ha stimolato un maggiore fabbisogno finanziario dell'azienda. Esso è stato soddisfatto in maniera rilevante con le fonti di finanziamento di origine esterna, concorrendo a determinare una variazione nella struttura finanziaria dell'azienda a favore dei debiti verso l'esterno.

L'attitudine dell'azienda a ricorrere ai mezzi di terzi in funzione della sua crescita è stata valutata mediante la correlazione di Pearson tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale. Dal calcolo di tale correlazione, emerge quanto segue:

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

$$\rho = \frac{\text{Cov}(\text{Cagr}, \frac{MT}{CI})}{\sqrt{\text{Var}(\text{Cagr})\text{Var}(\frac{MT}{CI})}} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{cagr}})(\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{cagr}})^2 \sum_{i=1}^n (\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}})^2}} = \frac{0,0017}{\sqrt{0,018 \cdot 0,035}} = 0,068$$

La correlazione di Pearson esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è pari a 0,068, ossia si tratta di una correlazione debole: ciò significa che la crescita dell'azienda e il peso dei mezzi di terzi si muovono nella stessa direzione, seppur tale osservazione abbia una debole valenza.

Facendo uso del software econometrico Gretl, emerge che la significatività della correlazione non viene confermata dai valori assunti sia del rapporto t (rapporto t di 0,895986), sia del relativo p-value (p-value = 0,3715). Tali valori stanno a significare che la probabilità che il rapporto t appartenga alla distribuzione con media 0 (ossia che l'ipotesi nulla di assenza di correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia vera) non è nulla, ossia è pari a 37,15%. A causa della suddetta elevata probabilità (e nonostante su tale campione vi sia una correlazione debole tra le variabili) si accetta l'ipotesi nulla, ossia che non vi è una correlazione tra le due variabili che possa essere generalizzata su altri campioni.

La relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è stata, inoltre, quantificata mediante lo strumento della regressione lineare semplice. L'impiego della retta di regressione OLS (Ordinary Least Squares o metodo dei minimi quadrati) come metodo di stima della relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale ha permesso di individuare una funzione tramite la quale spiegare il fenomeno considerato (ossia il peso dei mezzi di terzi). La tabella seguente riporta i risultati della regressione lineare impiegando il modello OLS (Tabella 6.2).

Tab. 6.2 – La regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
Costante $\alpha$	0,750638	0,01973	38,0455	<0,00001 ***
CAGR	0,0946265	0,110097	0,8595	0,39126

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità<sup>1</sup>

Variante HC1

Fonte: elaborazione personale

<sup>1</sup> L'eteroschedasticità è un termine utilizzato in statistica per descrivere i casi in cui la varianza di una determinata variabile è differente in campioni diversi.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

La tabella riporta le stime della costante alfa e del coefficiente beta, accompagnate dall'errore standard della stessa. Il rapporto t e il p-value hanno permesso di valutare la significatività statistica dei parametri stimati. In particolare, le due ipotesi nulle che sono state testate disgiuntamente sono le seguenti:

- con riferimento alla costante: “la costante è nulla”, ossia essa non è statisticamente significativa;
- con riferimento al CAGR: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e crescita aziendale”.

Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima - valore emergente sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] di 38,0455 per la costante e 0,8595 per la crescita aziendale non sono entrambi superiori al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, che costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla) o addirittura dell'1%. Ne deriva che la costante è una variabile significativa per giustificare il peso dei mezzi di terzi (se si considera un p-value del 5%, ossia un livello di significatività del 5%); al contrario, il CAGR non è una variabile significativa per giustificare il peso dei mezzi di terzi, in quanto il p-value è ben superiore al 10% di significatività.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, stimandola mediante il suddetto modello OLS (Tabella 6.3).

Tab. 6.3 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare semplice

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,761754
Somma dei residui al quadrato	6,072877
SQM variabile dipendente	0,186714
Errore standard della regressione	0,18682
R-quadro	0,004593

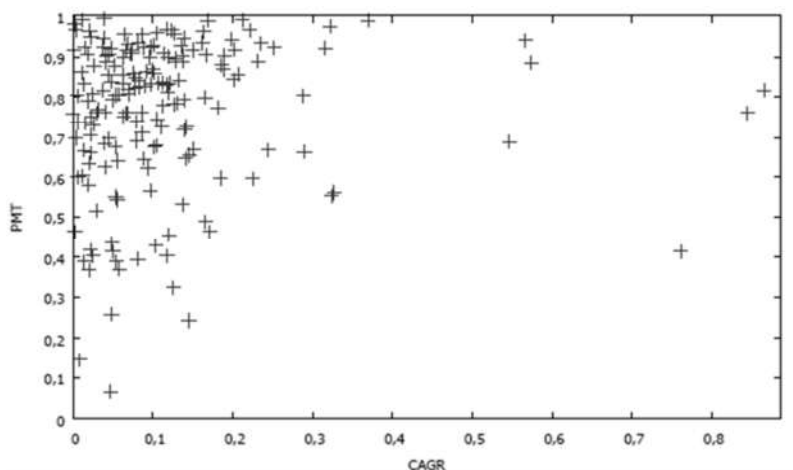
Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 171 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver eliminato gli outliers) è pari a 0,761754, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 76,18%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,186714, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della va-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

riabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (pari a 6,072877) e l'errore standard della regressione (0,18682), è stato possibile calcolare l'R-quadro (il cosiddetto coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,004593. Ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale) che può essere giustificato dal modello di regressione lineare è pari allo 0,46%. La suddetta regressione lineare semplice trova rappresentazione grafica nella figura seguente (Figura 6.2).

*Fig. 6.2 – La dispersione con la retta di regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale*



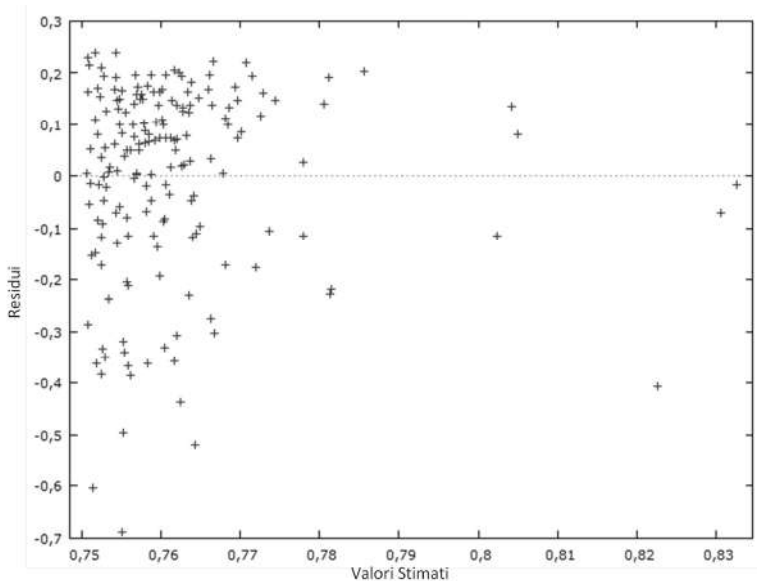
*Fonte:* elaborazione personale

Dalla figura, emerge che non è possibile trovare una correlazione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, e ciò viene evidenziato anche con l'assenza di una retta.

In aggiunta a quanto detto sopra, un metodo grafico utile per verificare la bontà del modello di regressione lineare semplice è rappresentato dal grafico di dispersione, che metta in relazione i residui del modello e i valori predetti (Figura 6.3).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.3 – Dispersione tra i residui del modello e i valori stimati



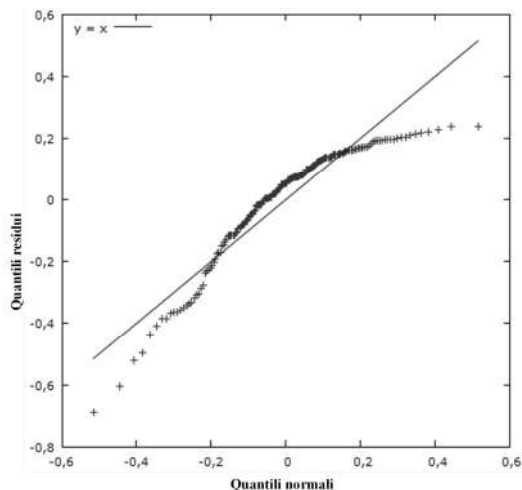
Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi del grafico emerge che la relazione tra residui e valori stimati non è omogenea attorno all'asse delle ascisse. Pertanto, esistono ulteriori fattori utili a spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi (in aggiunta alla crescita aziendale in termini del valore della produzione), che sono incorporati nei residui.

Uno dei criteri da tenere in considerazione affinché i risultati ottenuti nel campione di riferimento siano estendibili ad una realtà più vasta è la normalità della distribuzione dei residui. Nella presente analisi, la normalità dei residui è stata valutata mediante il grafico Q-Q Plot, che mette in relazione i quantili della normale con quelli dei residui emergenti dalla retta di regressione semplice (Figura 6.4).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.4 – Grafico Q-Q Plot per i residui della regressione lineare semplice



Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi dei residui effettuata mediante il grafico Q-Q Plot emerge che la loro distribuzione non è normale, in quanto i puntini rossi non si sovrappongono alla retta. Inoltre, il test di normalità è uguale a 77.347 con un p-value di 0: ciò suggerisce di rifiutare l'ipotesi nulla di normalità dei residui.

Partendo da tali considerazioni, è stato necessario indagare altre variabili che influenzano il peso dei mezzi di terzi. Come osservato dalla teoria sistemica, infatti, la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi.

L'analisi fino a qui condotta dimostra che la crescita aziendale concorre a determinare le variazioni del peso dei mezzi di terzi soltanto nella misura dello 0,46%. Il peso dei mezzi di terzi, quindi, è influenzato marcatamente da altre variabili. Al fine di indagare ulteriormente l'andamento dei mezzi di terzi, si è voluto analizzare, all'interno del settore di riferimento e con riferimento alle aziende aventi una crescita superiore rispetto alla media del settore (primo e quarto quadrante), se la dimensione del fatturato dell'azienda possa essere un elemento rilevante in questa analisi. In particolare, se le scelte in termini di fonti di finanziamento adottate siano influenzate dalla dimensione aziendale (Tabella 6.4 e 6.5).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 6.4 – Aziende Primo quadrante

Cluster Fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	13	46,43%	22,87%	29,97%
10-50Mln	12	42,86%	15,20%	41,14%
50-100Mln	1	3,57%	5,37%	55,20%
100-200Mln	2	7,14%	11,54%	44,89%
200Mln-250Mln	0	0%		
<b>Totale</b>	<b>28</b>	<b>100,0%</b>	<b>11,76%</b>	<b>41,68%</b>

Fonte: elaborazione personale

Tab. 6.5 – Aziende Quarto quadrante

Cluster fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	54	33,75%	20,69%	81,14%
10-50Mln	84	52,50%	16,91%	86,70%
50-100Mln	16	10,00%	13,90%	78,28%
100-200Mln	5	3,13%	13,36%	88,84%
200-250Mln	1	0,63%	5,38%	80,53%
<b>Totale</b>	<b>160</b>	<b>100%</b>	<b>15,14%</b>	<b>82,72%</b>

Fonte: elaborazione personale

In particolare, l'attenzione è stata riposta sulle piccole imprese (ossia quelle aventi fatturato inferiore a 10 milioni di Euro) e sulle aziende di media dimensione (aventi un fatturato tra 10-50 milioni di Euro).

Con riferimento alle piccole aziende, esse sono maggiormente presenti nel primo quadrante (46,43%), ossia quello avente una crescita superiore alla media, ma un peso dei mezzi di terzi inferiore alla media. Al contrario, le aziende con medie dimensioni sono maggiormente presenti nel quarto quadrante (52,50%), ossia quello avente sia una crescita superiore alla media sia un peso dei mezzi di terzi superiore alla media. Sembrerebbe che per le piccole aziende, rispetto alle aziende di medie dimensioni, la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia minore.

Emerge che il modello proposto basato sulla regressione lineare semplice (anche differenziando il fatturato in differenti intervalli) deve essere ulteriormente migliorato.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

A tal fine, sono state individuate altre variabili (differenti dalla crescita aziendale in termini di Valore della produzione) che potessero influenzare il peso dei mezzi di terzi. In particolare, tali nuove variabili, che si aggiungono al CAGR, sono state le seguenti (illustrate nella metodologia):

- l'anzianità dell'azienda (ANZ);
- la distinzione delle aziende a seconda dell'ampiezza del fatturato, ossia classificate tra aziende con piccole dimensioni (PI) e aziende di medie dimensioni (MI);
- la valutazione della capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa (RDf);
- la capacità di copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente (CIm);
- il CAGR sul capitale investito (CAGR<sub>K</sub>).

Le suddette variabili sono state relazionate al peso dei mezzi di terzi.

È stata applicata la bozza teorica del modello che mette in relazione il peso dei mezzi di terzi con le suddette variabili, attraverso lo strumento econometrico della regressione lineare multipla, stimata mediante il metodo OLS (Ordinary Least Squares o metodo dei minimi quadrati). La tabella seguente contiene i risultati di applicazione di tale modello (Tabella 6.6).

Tab. 6.6 – La regressione lineare multipla tra il peso dei mezzi di terzi e le variabili considerate

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
CAGR	0,419743	0,189818	2,2113	0,02836 **
ANZ	0,00645431	0,00132435	4,8736	<0,00001 ***
PI	0,365086	0,0580963	6,2841	<0,00001 ***
MI	0,332652	0,0571513	5,8206	<0,00001 ***
RDf	0,053145	0,0076156	6,9784	<0,00001 ***
CIm	0,0177225	0,0059269	2,9902	0,0032 ***
CAGR <sub>K</sub>	0,205704	0,122911	1,6736	0,09606 *

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

dove:

CAGR = crescita aziendale in termini di valore della produzione

ANZ = numero di anni dalla costituzione dell'azienda

PI = azienda di piccola dimensione

MI = azienda di media dimensione

RDf = capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa

CIm = copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente

CAGR<sub>K</sub> = crescita aziendale in termini di capitale investito

Fonte: elaborazione personale



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

In particolare, le ipotesi nulle che sono state testate disgiuntamente nell'ambito dell'indagine in senso orizzontale sono le seguenti:

- con riferimento al CAGR: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale”.
- con riferimento ad ANZ: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e anzianità dell'impresa”;
- con riferimento al PI: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e il fatto che l'azienda sia di piccole dimensioni”;
- con riferimento al MI: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e il fatto che l'azienda sia di medie dimensioni”;
- con riferimento al RDf: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e capacità di rimborso dei debiti dell'impresa”;
- con riferimento al CIm: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e grado di copertura delle immobilizzazioni”;
- con riferimento al CAGR<sub>K</sub>: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e la crescita del capitale investito”.

Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto  $t$  e  $p$ -value.

Emerge che il rapporto  $t$  [(valore della stima – valore sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] del 2,2113 per la crescita aziendale in termini del Valore della produzione (CAGR), del 4,8736 per l'anzianità dell'azienda (ANZ), del 6,2841 per la variabile derivante dalla piccola dimensione dell'azienda (PI), del 5,8206 per la variabile derivante dalla media dimensione dell'azienda, del 6,9784 per la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa (RDf), del 2,9902 per l'indice di copertura delle immobilizzazioni (CIm), dell'1,6736 per la crescita del capitale investito (CAGR<sub>K</sub>), sono superiori al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un  $p$ -value del 5%, il quale costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla), tranne che per la crescita del capitale investito. Ne deriva che sia il CAGR sia le altre variabili utilizzate nel modello (tranne che per la crescita del capitale investito) sono significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi ad un livello di significatività del 5%. Al contrario, la variabile dell'indice di copertura delle immobilizzazioni è significativa ad un livello di significatività del 10%.

In particolare, emerge quanto segue:

- la variazione dell'1% del CAGR comporta un aumento dello 0,42% del peso dei mezzi di terzi;
- l'aumento di un anno dell'anzianità dell'azienda comporta un aumento dello 0,65% del peso dei mezzi di terzi;

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- l'essere una azienda di piccole dimensioni invece che un'azienda di medie dimensioni implica una differenza del 3,2% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione di 1 del R<sub>Df</sub> implica un aumento pari a 5,3% del peso dei mezzi di terzi;
- un aumento di 1 dell'indice di copertura delle immobilizzazioni comporta un aumento dell'1,78% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione dell'1% del CAGR<sub>K</sub> comporta un aumento dello 0,21% del peso dei mezzi di terzi.

Ne consegue che le variabili indipendenti utilizzate nel modello (tranne la crescita del capitale investito) sono statisticamente significative a un livello di significatività del 5%, mentre la crescita del capitale investito è statisticamente significativa a un livello di significatività del 10%. La presenza di una relazione di causa-effetto si verifica per tutte le variabili considerate (tranne la crescita del capitale investito), alcune con un livello di significatività del 5%; al contrario, per la crescita del capitale investito essa si verifica soltanto con un livello di significatività del 10%.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, che è stata stimata mediante il suddetto modello OLS (Tabella 6.7).

Tab. 6.7 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare multipla

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,761754
Somma dei residui al quadrato	12,97276
R-quadro	0,880135
SQM variabile dipendente	0,186714
Errore standard della regressione	0,277059
R-quadro corretto	0,87588
F (7,169)	257,5358
P-value(F)	1,16E-86

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 176 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver escluso le outliers) è pari a 0,761754, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 76,18%. Lo scarto quadratico

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

co medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,186714, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (12,97276) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, essa era pari a 6,072877, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla) e l'errore standard della regressione (0,277059) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, essa era pari a 0,18682, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla), è stato possibile calcolare l'R-quadro corretto (detto anche coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,87588.

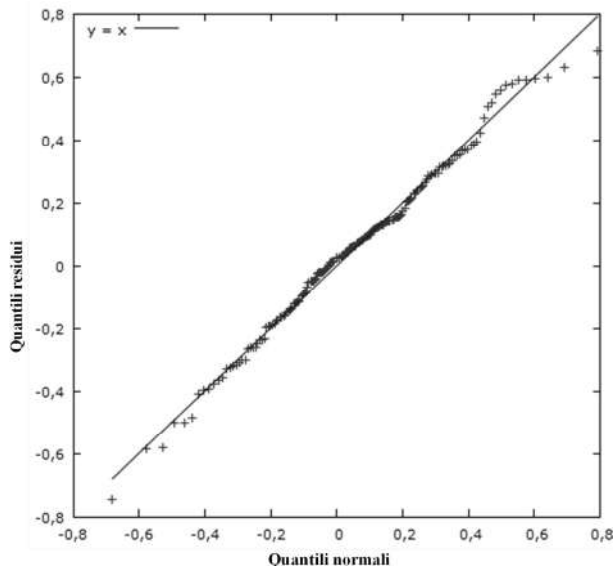
Ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello di regressione lineare multipla è pari all'87,59% (mentre nel modello precedente, il peso dei mezzi di terzi veniva spiegato con il CAGR soltanto per lo 0,46%). Concludendo, il nostro modello è in grado di spiegare l'87,59% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi), accrescendo la sua efficacia informativa rispetto al modello della regressione lineare semplice.

Un altro parametro utile a valutare la bontà del modello proposto è la statistica F: essa verifica l'ipotesi nulla che le sette variabili indipendenti inserite nel modello non siano in grado, congiuntamente, di spiegare il fenomeno indagato (ossia il peso dei mezzi di terzi sul capitale acquisito). Emerge che, in base al p-value ad essa correlato (p-value (F) = 0), si rifiuta la suddetta ipotesi nulla. Dal momento che le variabili non sono tutte pari a zero, almeno una è significativa nello spiegare il suddetto fenomeno.

Ai fini valutativi del modello, è stato necessario condurre un'analisi sui residui che emergono dalla regressione lineare multipla, al fine di verificare la presenza di altre variabili indipendenti non ancora considerate nel modello. In particolare, è stato utile valutare la normalità degli stessi e la possibilità di osservare la correlazione tra i residui e le variabili indipendenti (la correlazione, infatti, indica l'esistenza di altri parametri utili a spiegare il peso dei mezzi di terzi). La valutazione della normalità dei residui è stata effettuata mediante il grafico Q-Q plot, il quale mette a confronto i quantili emersi da una normale con quelli della distribuzione dei residui (Figura 6.5).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.5 – Grafico Q-Q Plot dei residui della regressione lineare multipla



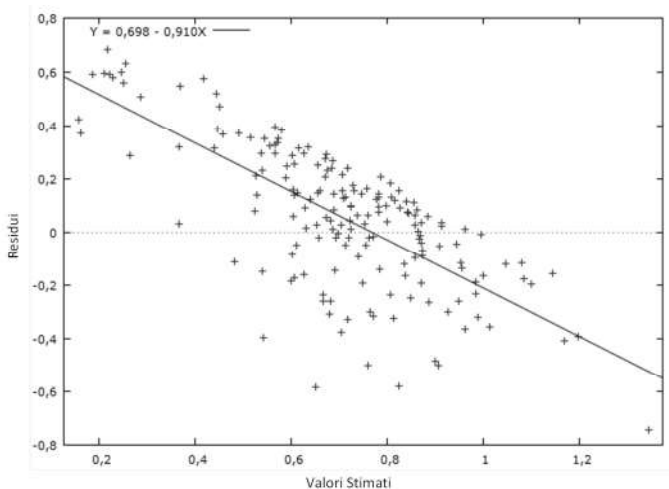
Fonte: elaborazione personale

Si osserva che i quantili delle due distribuzioni (quella normale e quella dei residui) si sovrappongono, cioè i residui si atteggiano come una normale. In altri termini, è possibile generalizzare le considerazioni emerse in tale campione ad una realtà più ampia. Inoltre, il test di normalità condotto sui residui comporta l'accettazione dell'ipotesi nulla di normalità a un livello di 5%, in quanto il relativo p-value è pari a 0,730391. Le considerazioni emerse dall'applicazione del modello sono pertanto significative.

Analizzando il grafico avente per oggetto la relazione tra residui e valori stimati, emerge l'esistenza di una relazione tra i residui e il peso dei mezzi di terzi. Ciò significa che, tra i residui, vi può essere la presenza di alcune variabili indipendenti utili a spiegare il fenomeno (Figura 6.6).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.6 – Relazione tra residui e valori stimati



Fonte: elaborazione personale

Come ultimo, è stata effettuata l'indagine in senso verticale, al fine di valutare l'interdipendenza tra le variabili impiegate nel modello (che è una condizione necessaria per affermare la bontà del modello proposto nell'ambito della teoria sistemica). A tal fine, si riporta la matrice di covarianza tra le variabili indipendenti (Tabella 6.8).

Tab. 6.8 – La matrice di covarianza tra le variabili indipendenti

CAGR	RDf	Clm	CAGR <sub>k</sub>	ANZ	PI	MI	
0,0360307	-0,000100033	8,06E-05	-0,0101034	5,09E-05	-0,0049273	-0,00334158	<b>CAGR</b>
	5,80E-05	1,38E-05	4,52E-05	1,19E-06	-0,000212116	-0,000246857	<b>RDf</b>
		3,51E-05	-5,00E-05	-5,18E-08	-0,000131873	-0,00016525	<b>Clm</b>
			0,0151072	-3,79E-06	-0,00013167	-0,000681739	<b>CAGR<sub>k</sub></b>
				1,75E-06	-4,62E-05	-4,46E-05	<b>ANZ</b>
					0,00337518	0,00256026	<b>PI</b>
						0,00326627	<b>MI</b>

Fonte: elaborazione personale

Emerge che le covarianze tra le variabili indipendenti non risultano pari a zero, ossia le variabili incluse nella bozza teorica del modello sono tra loro interdipendenti. Esso vuole indagare un particolare fenomeno aziendale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

(ossia il peso dei mezzi di terzi) attraverso una serie di variabili economico-aziendali, condividendo la teoria sistemica.

Concludendo, la bozza teorica del modello basata sulla regressione lineare multipla è in grado di spiegare il fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) per l'87,59%, grazie ad una serie di variabili economico-aziendali previste dal modello, tra loro interdipendenti a sostegno della teoria sistemica.

Nonostante la verifica della normalità dei residui, è emersa una relazione tra i residui e i valori stimati, stando a significare che i residui presentano ulteriori caratteristiche da modellare. Ciò significa che vi è la presenza di ulteriori variabili che andrebbero analizzate al fine di motivare completamente l'andamento del peso dei mezzi di terzi. Ne consegue la necessità di ridefinire il modello attraverso l'inclusione di altre variabili significative che, come illustrato nella metodologia, non sono state qui considerate poiché non osservabili dalle fonti informative utilizzate. Tali limitazioni della bozza teorica del modello sono collegate alle due componenti di un qualsiasi modello di regressione lineare multipla (componente deterministica e componente stocastica), di cui si è detto nella metodologia.

## 6.2. Settore ICT

Di seguito, viene applicata la bozza teorica del modello proposto al settore ICT.

Sotto il profilo dell'indagine orizzontale, viene in primo luogo analizzata la relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi (PMT) e la crescita aziendale (CAGR), per esaminare la scelta di finanziare la crescita aziendale con le fonti di finanziamento di origine esterna. Le aziende sono state classificate nell'ambito della matrice PMT/CAGR (Tabella 6.9 e Figura 6.7).

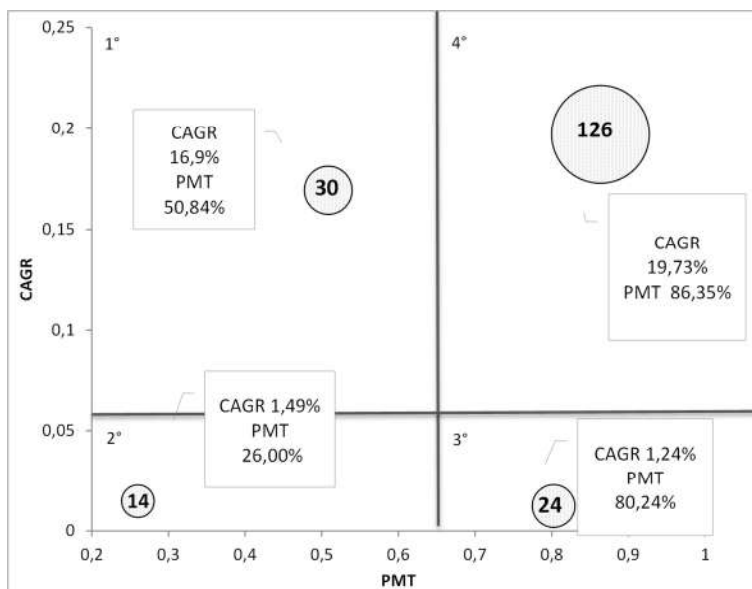
Tab. 6.9 – La relazione “peso mezzi di terzi/crescita aziendale”

Quadrante	N. aziende	CAGR	PMT	%
Primo	30	16,95%	50,84%	15,46%
Secondo	14	1,49%	26,00%	7,22%
Terzo	24	1,24%	80,24%	12,37%
Quarto	126	19,73%	86,35%	64,95%
Totale	194			
Punto di Cut-off		5,35%	66,16%	

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.7 – La matrice PMT/CAGR



Fonte: elaborazione personale

Dalla matrice, emerge che il maggior numero di aziende si colloca nel quarto quadrante, che è quello caratterizzato sia da una crescita aziendale, sia da un peso dei mezzi di terzi superiore rispetto alla media di settore. Ne deriva che la crescita ha stimolato un maggiore fabbisogno finanziario dell'azienda; esso è stato soddisfatto in maniera rilevante con le fonti di finanziamento di origine esterna, concorrendo a determinare una variazione nella struttura finanziaria dell'azienda a favore dei debiti verso l'esterno.

L'attitudine dell'azienda a ricorrere ai mezzi di terzi in funzione della sua crescita è stata valutata mediante la correlazione di Pearson tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale. Dal calcolo di tale correlazione, emerge quanto segue:

$$\rho = \frac{\text{Cov}(\text{Cagr}, \frac{MT}{CI})}{\sqrt{\text{Var}(\text{Cagr})\text{Var}(\frac{MT}{CI})}} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{Cagr}})(\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{Cagr}})^2 \sum_{i=1}^n (\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}})^2}} = \frac{0,0050}{\sqrt{0,036 \times 0,037}} = 0,137$$

La correlazione di Pearson esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è pari a 0,137, ossia si tratta di una correlazione debole. Ciò significa che la crescita dell'azienda e il peso dei mezzi di terzi si muo-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

vono nella stessa direzione, seppur tale osservazione abbia una debole valenza.

Facendo uso del software econometrico Gretl, emerge che la significatività della correlazione viene confermata dai valori assunti sia del rapporto t (rapporto t di 1,70592), sia del relativo p-value (p-value = 0,091), ad un livello di significatività del 10%. Tali valori stanno a significare che la probabilità che il rapporto t appartenga alla distribuzione con media 0 (ossia che l'ipotesi nulla di assenza di correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia vera) non è nulla, ossia è pari a 9,1%. Ciò conferma che vi è correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, seppur debole, accettando una probabilità di errore del 9,1%.

La relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è stata, inoltre, quantificata mediante lo strumento della regressione lineare semplice. L'impiego della retta di regressione OLS (Ordinary Least Squares o metodo dei minimi quadrati) come metodo di stima della relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale ha permesso di individuare una funzione tramite la quale spiegare il fenomeno considerato (ossia il peso dei mezzi di terzi). La tabella seguente riporta i risultati della regressione lineare impiegando il modello OLS (Tabella 6.10).

Tab. 6.10 – La regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
Costante $\alpha$	0,724851	0,022633	32,0263	<0,00001 ***
CAGR	0,139477	0,0988062	1,4116	0,1601

Variabile dipendente: PMT  
Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità  
Variante HC1

Fonte: elaborazione personale

La tabella riporta le stime della costante alfa e del coefficiente beta, accompagnate dall'errore standard della stessa. Il rapporto t e il p-value hanno permesso di valutare la significatività statistica dei parametri stimati. In particolare, le due ipotesi nulle che sono state testate disgiuntamente sono le seguenti:

- con riferimento alla costante: “la costante è nulla”, ossia essa non è statisticamente significativa;
- con riferimento al CAGR: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e crescita aziendale”.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima - valore emergente sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] del 32,0263 per la costante e 1,4116 per la crescita aziendale non sono entrambi superiori al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, che costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla). Ne deriva che la costante è una variabile significativa per giustificare il peso dei mezzi di terzi (se si considera un p-value del 5%, ossia un livello di significatività del 5%); al contrario, il CAGR non è una variabile significativa per giustificare il peso dei mezzi di terzi, in quanto il p-value è superiore al 10% di significatività.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, stimandola mediante il suddetto modello OLS (Tabella 6.11).

Tab. 6.11 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare semplice

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,747732
Somma dei residui al quadrato	5,54683
SQM variabile dipendente	0,192218
Errore standard della regressione	0,19103
R-quadro	0,018786

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 154 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver eliminato gli outliers) è pari a 0,747732, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 74,77%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,192218, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (pari a 5,54683) e l'errore standard della regressione (0,19103), è stato possibile calcolare l'R-quadro (il cosiddetto coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,018786. Ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale) che può essere giustificato dal modello di regressione lineare è pari all'1,88%.

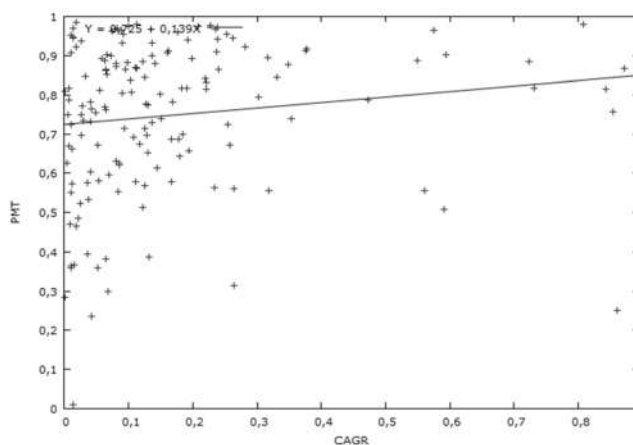
Ne consegue che la crescita aziendale non è l'unica variabile utile a spiegare il ricorso dei mezzi di terzi da parte dell'azienda. Concludendo, la retta

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

di regressione lineare avente come parametri la costante e il CAGR è in grado di spiegare solo l'1,88% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi). Nello specifico, una variazione dell'1% della crescita aziendale induce un aumento del peso dei mezzi di terzi pari a 0,14%. Al contrario, il 98,12% della variabilità della variabile dipendente è attribuibile ai residui, ossia ad altri fattori differenti dal peso dei mezzi di terzi.

La suddetta regressione lineare semplice trova rappresentazione grafica nella figura seguente (Figura 6.8).

Fig. 6.8 – La dispersione con la retta di regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale



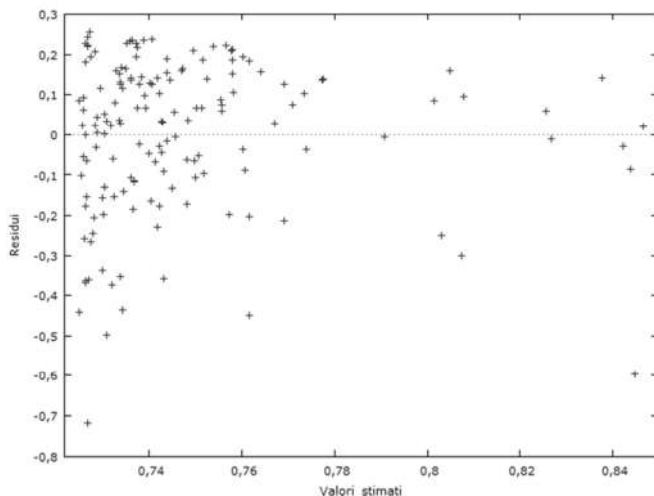
Fonte: elaborazione personale

Dalla figura, emerge che la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è positiva, individuata dalla retta. Ogni punto della figura rappresenta una delle 154 aziende osservate. La suddetta relazione è stimata mediante la retta, mentre i puntini rossi sono le osservazioni effettuate: la distanza di ciascun puntino rosso rispetto alla retta rappresenta l'errore commesso, approssimando la relazione mediante il modello di regressione lineare semplice. Emerge che, osservando le 154 osservazioni, vi è una dispersione significativa attorno alla retta di regressione lineare semplice: infatti, il peso dei mezzi di terzi è influenzato dalla crescita aziendale soltanto per l'1,88%. Inoltre, la maggior parte delle aziende (74,68% delle stesse) si concentra in un'area caratterizzata da una crescita aziendale fino al 20%, così come l'86,66% delle aziende presenta un peso dei mezzi di terzi tra il 50% e il 98%.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Per rafforzare le suddette considerazioni, un metodo utile per verificare la bontà del modello di regressione lineare semplice è quello di creare un grafico di dispersione che metta in relazione i residui del modello e i valori predetti (Figura 6.9).

Fig. 6.9 – Dispersione tra i residui del modello e i valori stimati



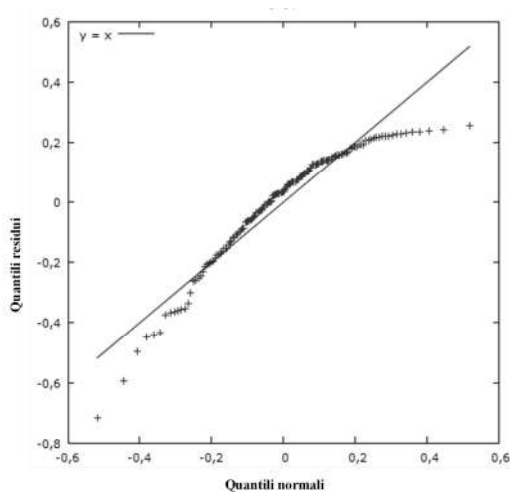
Fonte: elaborazione personale

Anche osservando il grafico, emerge che la relazione tra residui e valori stimati non è omogenea attorno all'asse delle ascisse. Pertanto, esistono ulteriori fattori utili a spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi (in aggiunta alla crescita aziendale in termini del valore della produzione), che sono incorporati nei residui.

Uno dei criteri da tenere in considerazione affinché i risultati ottenuti nel campione di riferimento siano estendibili ad una realtà più vasta è la normalità della distribuzione dei residui. Nella presente analisi, la normalità dei residui è stata valutata mediante il grafico Q-Q Plot, che mette in relazione i quantili della normale con quelli dei residui emergenti dalla retta di regressione semplice (Figura 6.10).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.10 – Grafico Q-Q Plot per i residui della regressione lineare semplice



Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi dei residui effettuata mediante il grafico Q-Q Plot emerge che la loro distribuzione non è normale, in quanto i puntini rossi non si sovrappongono alla retta. Inoltre, il test di normalità è uguale a 44,1774, con un p-value di 0: ciò suggerisce di rifiutare l'ipotesi nulla di normalità dei residui.

Partendo da tali considerazioni, è stato necessario indagare altre variabili che influenzano il peso dei mezzi di terzi. Ciò significa che i residui contengono delle variabili indipendenti che meritano di essere osservate al fine di valutare il peso dei mezzi di terzi.

L'analisi fino a qui condotta dimostra quanto affermato nei capitoli precedenti, ossia che la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi, nell'ambito delle scelte relative all'acquisizione delle fonti di finanziamento. Infatti, dall'analisi della regressione lineare sul campione di riferimento, emerge che essa concorre a determinare le variazioni del peso dei mezzi di terzi soltanto nella misura dell'1,88%: nello specifico, una variazione dell'1% della crescita aziendale induce un aumento del peso dei mezzi di terzi pari a 0,14% (che rappresenta il coefficiente  $\beta$  della regressione lineare). Il peso dei mezzi di terzi, quindi, è influenzato marcatamente anche da altre variabili.

Al fine di indagare ulteriormente l'andamento dei mezzi di terzi, si è voluto analizzare, all'interno del settore di riferimento e con riferimento alle aziende aventi una crescita superiore rispetto alla media del settore (primo e

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

quarto quadrante), se la dimensione del fatturato dell'azienda possa essere un elemento rilevante in questa analisi (Tabella 6.12 e 6.13).

Tab. 6.12 – Aziende Primo quadrante

Cluster Fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	18	60,00%	22,65%	42,03%
10-50Mln	10	33,33%	19,83%	52,42%
50-100Mln	1	3,33%	28,30%	53,20%
100-200Mln	1	3,33%	6,93%	59,50%
200Mln-250Mln	0	0%		
<b>Totale</b>	<b>30</b>	<b>100,0%</b>	<b>16,95%</b>	<b>50,84%</b>

Fonte: elaborazione personale

Tab. 6.13 – Aziende Quarto quadrante

Cluster fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	53	42,06%	21,66%	80,26%
10-50Mln	59	46,83%	20,73%	84,94%
50-100Mln	8	6,35%	29,25%	84,20%
100-200Mln	5	3,97%	12,00%	84,12%
200-250Mln	1	0,79%	20,77%	97,44%
<b>Totale</b>	<b>126</b>	<b>100%</b>	<b>19,73%</b>	<b>86,35%</b>

Fonte: elaborazione personale

In particolare, l'attenzione è stata riposta sulle piccole imprese (ossia quelle aventi fatturato tra 5 e 10 milioni di Euro) e sulle aziende di media dimensione (aventi un fatturato tra 10-50 milioni di Euro).

Con riferimento alle piccole aziende, esse sono maggiormente presenti nel primo quadrante (60,00%), ossia quello avente una crescita superiore alla media ed un peso dei mezzi di terzi inferiore alla media. Al contrario, le aziende con medie dimensioni sono maggiormente presenti nel quarto quadrante (46,83%), ossia quello avente sia una crescita superiore alla media sia un peso dei mezzi di terzi superiore alla media. Nelle medie aziende, rispetto alle aziende di piccole dimensioni, la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è maggiormente significativa.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Il modello proposto basato sulla regressione lineare semplice (anche distinguendo il fatturato in differenti intervalli) deve essere ulteriormente migliorato. Ciò conferma la teoria sistemica con la quale l'azienda viene osservata, secondo la quale la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi.

A tal fine, sono state individuate altre variabili (differenti dalla crescita aziendale in termini di Valore della produzione) che possono influenzare il peso dei mezzi di terzi, illustrate nella metodologia. Le suddette variabili sono state relazionate al peso dei mezzi di terzi.

È stata applicata la bozza teorica del modello che mette in relazione il peso dei mezzi di terzi con le suddette variabili, attraverso lo strumento econometrico della regressione lineare multipla. La tabella seguente contiene i risultati di applicazione di tale modello (Tabella 6.14).

Tab. 6.14 – La regressione lineare multipla tra il peso dei mezzi di terzi e le variabili considerate

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
CAGR	0,390946	0,161273	2,4241	0,01657 **
ANZ	0,0068049	0,00270797	2,5129	0,01306 **
PI	0,42373	0,065706	6,4489	<0,00001 ***
MI	0,484095	0,0662807	7,3037	<0,00001 ***
RDf	0,0510104	0,00996661	5,1181	<0,00001 ***
Clm	-0,0061046	0,00609002	-1,0024	0,31781
CAGR <sub>k</sub>	0,261983	0,12897	2,0314	0,04403 **

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

dove:

CAGR = crescita aziendale in termini di valore della produzione

ANZ = numero di anni dalla costituzione dell'azienda

PI = azienda di piccola dimensione

MI = azienda di media dimensione

RDf = capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa

Clm = copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente

CAGR<sub>k</sub> = crescita aziendale in termini di capitale investito

Fonte: elaborazione personale

In particolare, le ipotesi nulle che andiamo a testare disgiuntamente sono quelle testate nell'applicazione al campione intero ed ai singoli settori precedentemente illustrati. Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Emerge che il rapporto  $t$  [(valore della stima – valore sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] di 2,4241 per la crescita aziendale in termini del Valore della produzione (CAGR), del 2,5129 per l'anzianità dell'azienda (ANZ), del 6,4489 per la variabile derivante dalla piccola dimensione dell'azienda (PI), del 7,3037 per la variabile derivante dalla media dimensione dell'azienda, del 5,1181 per la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa (RDf), del -1,0024 per l'indice di copertura delle immobilizzazioni (CIm), del 2,0314 per la crescita del capitale investito (CAGR<sub>K</sub>), non è sempre superiore al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, il quale costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla).

Ne deriva che soltanto alcune variabili utilizzate nel modello (la crescita aziendale in termini del Valore della produzione, l'anzianità dell'azienda, la variabile derivante dalla dimensione dell'azienda in termini del fatturato, la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa, e la crescita aziendale in termini del capitale investito) sono significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi ad un livello di significatività del 5%. Un'altra variabile (l'indice di copertura delle immobilizzazioni) non è significativa per spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi.

In particolare, emerge quanto segue:

- la variazione dell'1% del CAGR comporta un aumento dello 0,39% del peso dei mezzi di terzi;
- l'aumento di un anno dell'anzianità dell'azienda comporta un aumento dello 0,68% del peso dei mezzi di terzi;
- l'essere una azienda di piccole dimensioni invece che un'azienda di medie dimensioni implica una differenza del -6,03% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione di 1 del RDf implica un aumento pari a 5,1% del peso dei mezzi di terzi;
- un aumento di 1 dell'indice di copertura delle immobilizzazioni comporta una riduzione dello 0,6% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione dell'1% del CAGR<sub>K</sub> comporta un aumento dello 0,26% del peso dei mezzi di terzi.

Ne consegue che le variabili indipendenti utilizzate nel modello non sono tutte statisticamente significative a un livello di significatività del 5% (in particolare, non è significativo l'indice di copertura delle immobilizzazioni), poiché i rispettivi rapporti  $t$  non sono tutti superiori alla soglia critica dell'1,96. La presenza di una relazione causa-effetto si verifica soltanto per alcune variabili significative considerando un livello di significatività del 5% (la crescita aziendale in termini del Valore della produzione, l'anzianità

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

dell'azienda, la variabile derivante dalla dimensione dell'azienda in termini del fatturato, la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa, e la crescita aziendale in termini del capitale investito), mentre tale relazione non si verifica per l'indice di copertura delle immobilizzazioni.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, che è stata stimata mediante il suddetto modello OLS (Tabella 6.15).

Tab. 6.15 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare multipla

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,748293
Somma dei residui al quadrato	10,21715
R-quadro	0,888113
SQM variabile dipendente	0,192723
Errore standard della regressione	0,264538
R-quadro corretto	0,883515
F (7,146)	292,1747
P-value(F)	1,65E-82

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 154 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver escluso le outliers) è pari a 0,748293, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 74,83%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,192723, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (10,21715) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, essa era pari a 5,54683, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla) e l'errore standard della regressione (0,264538) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, essa era pari a 0,19103, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla) è stato possibile calcolare l'R-quadro corretto (detto anche coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,883515.

Ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello di regressione lineare multipla è pari all'88,35% (mentre nel modello precedente, il peso dei mezzi di terzi veni-



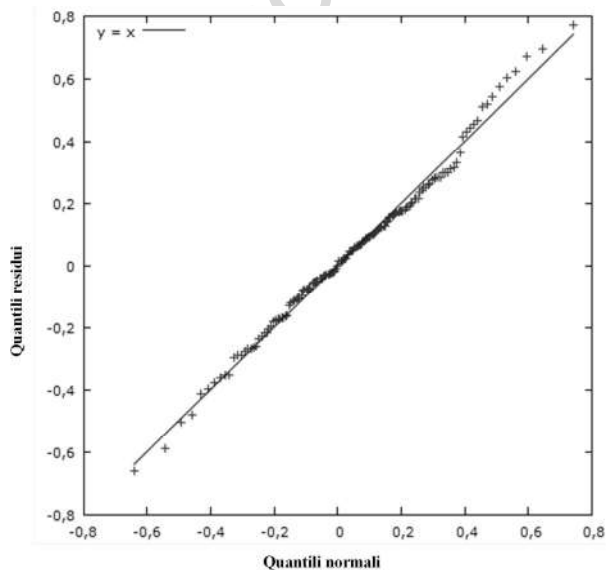
L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

va spiegato con il CAGR soltanto per l'1,88%). Concludendo, il nostro modello è in grado di spiegare l'88,35% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi), accrescendo la sua efficacia informativa rispetto al modello della regressione lineare semplice.

Un altro parametro utile a valutare la bontà del modello proposto è la statistica F: essa verifica l'ipotesi nulla che le sette variabili indipendenti inserite nel modello non siano in grado, congiuntamente, di spiegare il fenomeno indagato (ossia il peso dei mezzi di terzi sul capitale acquisito). Emerge che, in base al p-value ad essa correlato (p-value (F) = 0), si rifiuta la suddetta ipotesi nulla: dal momento che le variabili non sono tutte pari a zero, almeno una è significativa nello spiegare il suddetto fenomeno.

Ai fini valutativi del modello, è stato necessario condurre un'analisi sui residui che emergono dalla regressione lineare multipla, per verificare la presenza di altre variabili indipendenti non ancora considerate nel modello. In particolare, è stato utile valutare la normalità degli stessi e la possibilità di osservare la correlazione tra i residui e le variabili indipendenti (la correlazione, infatti, indica l'esistenza di altri parametri utili a spiegare il peso dei mezzi di terzi). La valutazione della normalità dei residui è stata effettuata mediante il grafico Q-Q plot, il quale mette a confronto i quantili emersi da una normale con quelli della distribuzione dei residui (Figura 6.11).

Fig. 6.11 – Grafico Q-Q Plot dei residui della regressione lineare multipla



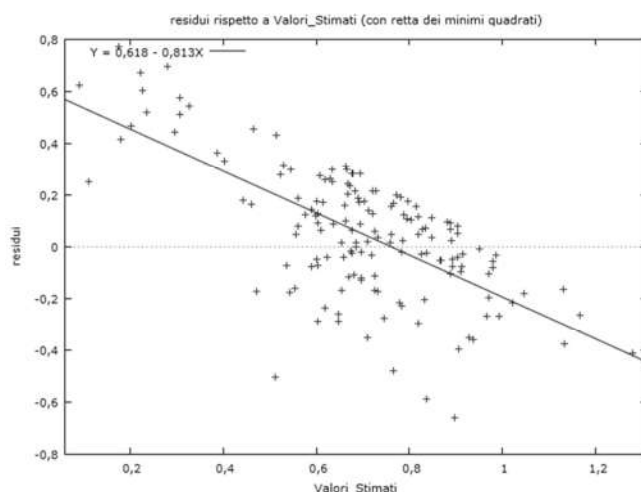
Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Si osserva che i quantili delle due distribuzioni, quella normale e quella dei residui, si sovrappongono, cioè è possibile generalizzare le considerazioni emerse in tale campione ad una realtà più ampia. Inoltre, il test di normalità condotto sui residui comporta l'accettazione dell'ipotesi nulla di normalità a un livello di 5% (1%), in quanto il relativo p-value è pari a 0,279492. Pertanto, le considerazioni emerse dall'applicazione del modello sono significative.

Analizzando il grafico avente per oggetto la relazione tra residui e valori stimati, emerge l'esistenza di una relazione tra i residui e il peso dei mezzi e di terzi. Ciò significa che, tra i residui, vi può essere la presenza di alcune variabili indipendenti utili a spiegare il fenomeno (Figura 6.12).

Fig. 6.12 – Relazione tra residui e valori stimati



Fonte: elaborazione personale

Successivamente, è stata posta in essere l'indagine in senso verticale al fine di valutare l'interdipendenza tra le variabili impiegate nel modello (che è una condizione necessaria per affermare la bontà del modello proposto nell'ambito della teoria sistemica). A tal fine, si riporta la matrice di covarianza tra le variabili indipendenti (Tabella 6.16).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 6.16 – La matrice di covarianza tra le variabili indipendenti

CAGR	Rdf	CIm	CAGR <sub>k</sub>	PI	MI	ANZ	
0,0260091	6,29E-05	7,65E-05	-0,0100184	-0,0048126	-0,00566456	0,000128534	<b>CAGR</b>
	9,93E-05	2,01E-05	1,22E-05	-0,0001582	-0,000116569	-8,32E-06	<b>Rdf</b>
		3,71E-05	-4,91E-06	-0,0001249	-9,56E-05	-3,77E-06	<b>CIm</b>
			0,0166331	-0,0012009	-0,000498647	1,25E-06	<b>CAGR<sub>k</sub></b>
				0,00431728	0,00369221	-0,000115392	<b>PI</b>
					0,00439313	-0,000126153	<b>MI</b>
						7,33E-06	<b>ANZ</b>

Fonte: elaborazione personale

Emerge che le covarianze tra le variabili indipendenti non risultano pari a zero, ossia le variabili incluse nella bozza teorica del modello sono tra loro interdipendenti. Tale condizione è necessaria a sostegno della bontà del modello proposto. Esso vuole indagare un particolare fenomeno aziendale (ossia il peso dei mezzi di terzi) attraverso una serie di variabili economico-aziendali, condividendo la teoria sistemica.

Concludendo, la bozza teorica del modello basata sulla regressione lineare multipla è in grado di spiegare il fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) per l'88,35%, grazie ad una serie di variabili economico-aziendali, previste dal modello, tra loro interdipendenti a sostegno della teoria sistemica.

Nonostante la verifica della normalità dei residui, è emersa una relazione tra i residui e i valori stimati. Ciò significa che i residui presentano ulteriori caratteristiche da modellare, ossia che vi è la presenza di ulteriori variabili che andrebbero analizzate al fine di motivare completamente l'andamento del peso dei mezzi di terzi.

### 6.3. Settore Servizi alle imprese

La bozza teorica del modello è stata applicata al settore dei Servizi alle imprese.

Di seguito, viene descritta l'indagine in senso orizzontale. Viene analizzata la relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi (PMT) e la crescita aziendale (CAGR). Le aziende sono state classificate nell'ambito della matrice PMT/CAGR (Tabella 6.17 e Figura 6.13).

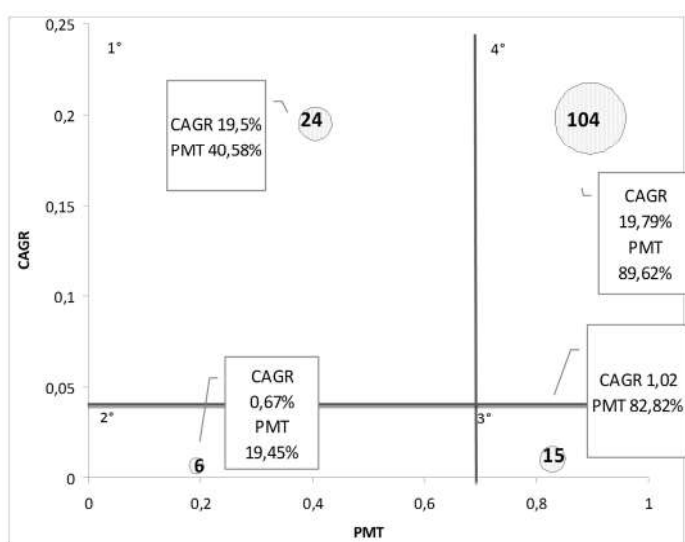
L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 6.17 – La relazione “peso mezzi di terzi/crescita aziendale”

Quadrante	N. aziende	CAGR	PMT	%
Primo	24	19,48%	40,58%	16,11%
Secondo	6	0,67%	19,45%	4,03%
Terzo	15	1,02%	82,82%	10,07%
Quarto	104	19,79%	89,62%	69,80%
Totale	149			
Punto di Cut-off		4,31%	71,94%	

Fonte: elaborazione personale

Fig. 6.13 – La matrice PMT/CAGR



Fonte: elaborazione personale

Dalla matrice, emerge che il maggior numero di aziende si colloca nel quarto quadrante, che è quello caratterizzato sia da una crescita aziendale, sia da un peso dei mezzi di terzi superiore rispetto alla media di settore. Ne deriva che la crescita ha stimolato un maggiore fabbisogno finanziario dell'azienda. Esso è stato soddisfatto in maniera rilevante con le fonti di finanziamento di origine esterna, concorrendo a determinare una variazione nella struttura finanziaria dell'azienda a favore dei debiti verso l'esterno.

L'attitudine dell'azienda a ricorrere ai mezzi di terzi in funzione della sua crescita è stata valutata mediante la correlazione di Pearson tra il peso

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

dei mezzi di terzi e la crescita aziendale. Dal calcolo di tale correlazione, emerge quanto segue:

$$\rho = \frac{\text{Cov}(\text{Cagr}, \frac{MT}{CT})}{\sqrt{\text{Var}(\text{Cagr})\text{Var}(\frac{MT}{CT})}} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{cagr}}) (\frac{MT}{CT}_i - \mu_{\frac{MT}{CT}})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{cagr}})^2 \sum_{i=1}^n (\frac{MT}{CT}_i - \mu_{\frac{MT}{CT}})^2}} = \frac{0,004}{\sqrt{0,021 \times 0,041}} = 0,126$$

La correlazione di Pearson tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è pari a 0,126, ossia si tratta di una correlazione debole: ciò significa che la crescita dell'azienda e il peso dei mezzi di terzi si muovono nella stessa direzione, seppur tale osservazione abbia una debole valenza.

Facendo uso del software econometrico Gretl, emerge che la significatività della correlazione non viene confermata dai valori assunti sia del rapporto t (rapporto t di 1,26409), sia del relativo p-value (p-value = 0,2092). Tali valori stanno a significare che la probabilità che il rapporto t appartenga alla distribuzione con media 0 (ossia che l'ipotesi nulla di assenza di correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia vera) non è nulla, ossia è pari a 20,92%. A causa della suddetta elevata probabilità (e nonostante su tale campione vi sia una correlazione debole tra le variabili) si accetta l'ipotesi nulla, ossia che non vi è una correlazione tra le due variabili che possa essere generalizzata su altri campioni.

La relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è stata, inoltre, quantificata mediante lo strumento della regressione lineare semplice. La retta di regressione OLS (Ordinary Least Squares o metodo dei minimi quadrati) come metodo di stima della relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, questo metodo di ottimizzazione ha permesso di individuare una funzione tramite la quale spiegare il suddetto fenomeno. La tabella seguente riporta i risultati della regressione lineare impiegando il modello OLS (Tabella 6.18).

Tab. 6.18 – La regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
Costante $\alpha$	0,738975	0,0330328	22,371	<0,00001 ***
CAGR	0,17608	0,155121	1,1351	0,25907

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

La tabella riporta le stime della costante alfa e del coefficiente beta, accompagnate dall'errore standard della stessa. Il rapporto t e il p-value hanno permesso di valutare la significatività statistica dei parametri stimati. In particolare, le due ipotesi nulle che sono state testate disgiuntamente sono le seguenti:

- con riferimento alla costante: “la costante è nulla”, ossia essa non è statisticamente significativa;
- con riferimento al CAGR: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e crescita aziendale”.

Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima - valore emergente sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] del 22,371 per la costante e 1,1351 per la crescita aziendale non sono entrambi superiori al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, che costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla). Ne deriva che la costante è una variabile significativa per giustificare il peso dei mezzi di terzi (se si considera un p-value del 5%, ossia un livello di significatività del 5%) o addirittura dell'1%; al contrario, il CAGR non è una variabile significativa per giustificare il peso dei mezzi di terzi, in quanto il p-value è ben superiore al 10% di significatività.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, stimandola mediante il suddetto modello OLS (Tabella 6.19).

Tab. 6.19 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare semplice

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,764386
Somma quadrata dei residui	4,060285
SQM variabile dipendente	0,203121
Errore standard della regressione	0,202517
R-quadro	0,015884

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 101 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver eliminato gli outliers) è pari a 0,764386, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 76,43%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,203121, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della va-

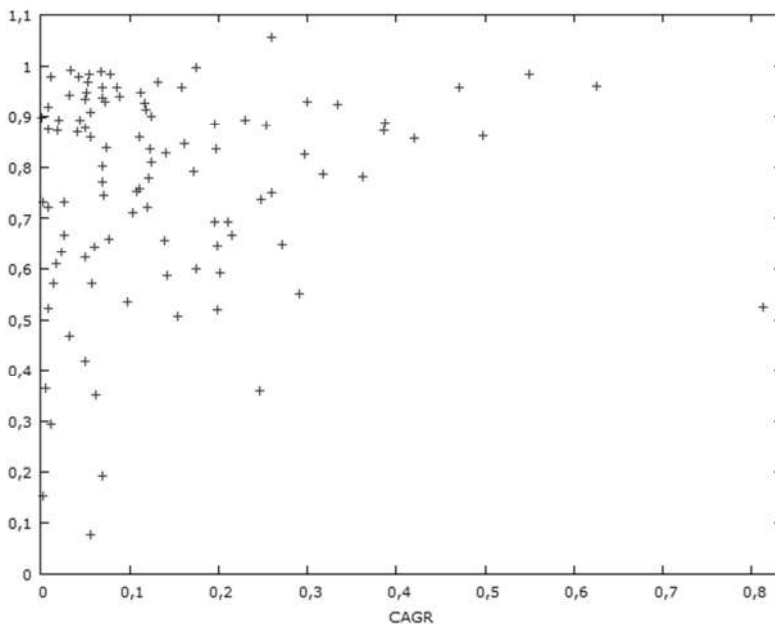
L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

riabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (pari a 4,060285) e l'errore standard della regressione (0,202517), è stato possibile calcolare l'R-quadro (il cosiddetto coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,015884. Ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale) che può essere giustificato dal modello di regressione lineare è pari all'1,6%.

Ne consegue che la crescita aziendale non è l'unica variabile utile a spiegare il ricorso dei mezzi di terzi da parte dell'azienda. Concludendo, la retta di regressione lineare avente come parametri la costante e il CAGR è in grado di spiegare solo l'1,6% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi). Nello specifico, una variazione dell'1% della crescita aziendale induce un aumento del peso dei mezzi di terzi pari a 0,17%. Al contrario, il 98,4% della variabilità della variabile dipendente è attribuibile ai residui, ossia ad altri fattori differenti dal peso dei mezzi di terzi.

La suddetta regressione lineare semplice trova rappresentazione grafica nella figura seguente (Figura 6.14).

*Fig. 6.14 – La dispersione con la retta di regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale*



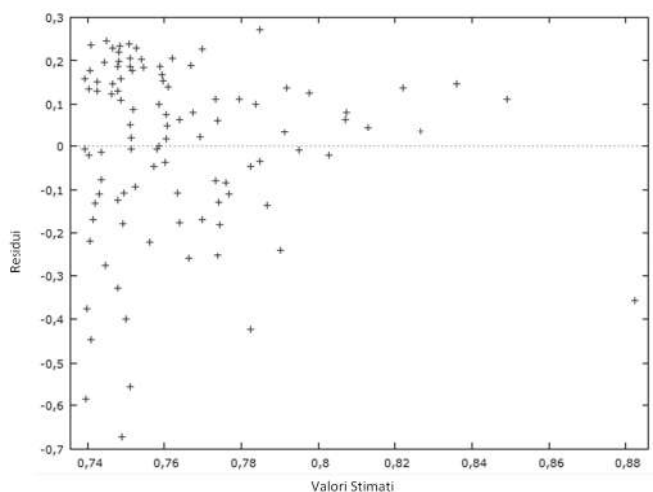
*Fonte:* elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Dalla figura, emerge che non è possibile trovare una correlazione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, e ciò viene evidenziato anche con l'assenza di una retta.

Inoltre, un metodo utile per verificare la bontà del modello di regressione lineare semplice è rappresentato dal grafico di dispersione, che metta in relazione i residui del modello e i valori predetti (Figura 6.15).

Fig. 6.15 – Dispersione tra i residui del modello e i valori stimati



Fonte: elaborazione personale

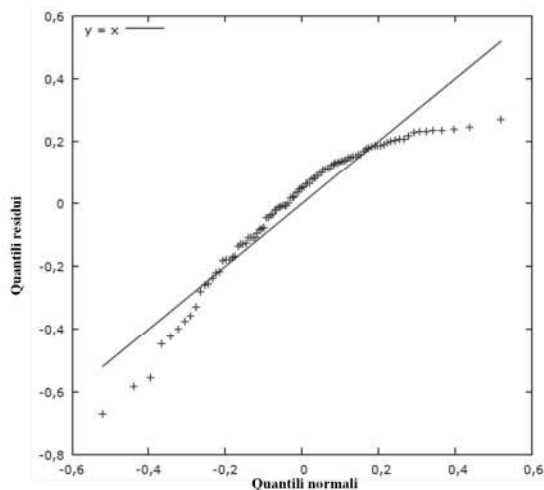
Dall'analisi del grafico emerge che la relazione tra residui e valori stimati non è omogenea attorno all'asse delle ascisse. Pertanto, esistono ulteriori fattori utili a spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi (in aggiunta alla crescita aziendale in termini del valore della produzione), che sono incorporati nei residui.

Uno dei criteri da tenere in considerazione affinché i risultati ottenuti nel campione di riferimento siano estendibili ad una realtà più vasta è la normalità della distribuzione dei residui. Nella presente analisi, la normalità dei residui è stata valutata mediante il grafico Q-Q Plot, che mette in relazione i quantili della normale con quelli dei residui emergenti dalla retta di regressione semplice (Figura 6.16).



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.16 – Grafico Q-Q Plot per i residui della regressione lineare semplice



Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi dei residui effettuata mediante il grafico Q-Q Plot emerge che la loro distribuzione non è normale, in quanto i puntini rossi non si sovrappongono alla retta. Inoltre, il test di normalità è uguale a 33,6586, con un p-value di 0: ciò suggerisce di rifiutare l'ipotesi nulla di normalità dei residui. Ne deriva che i residui contengono delle variabili indipendenti che meritano di essere osservate al fine di valutare il peso dei mezzi di terzi.

Partendo da tali considerazioni, è stato necessario indagare altre variabili che influenzano il peso dei mezzi di terzi, in quanto l'analisi della regressione lineare semplice ha fatto emergere che la crescita aziendale influenza il peso dei mezzi di terzi soltanto nella misura dell'1,6%. Come osservato dalla teoria sistemica, infatti, la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi.

Al fine di indagare ulteriormente l'andamento dei mezzi di terzi, si è voluto analizzare, all'interno del settore di riferimento e con riferimento alle aziende aventi una crescita superiore rispetto alla media del settore (primo e quarto quadrante), se la dimensione del fatturato dell'azienda possa essere un elemento rilevante in questa analisi (Tabella 6.20 e 6.21).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 6.20 – Aziende Primo quadrante

Cluster Fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	13	54,17%	14,75%	39,92%
10-50Mln	11	45,83%	22,02%	40,99%
50-100Mln	0	0%		
100-200Mln	0	0%		
200Mln-250Mln	0	0%		
<b>Totale</b>	<b>24</b>	<b>100,0%</b>	<b>19,48%</b>	<b>40,58%</b>

Fonte: elaborazione personale

Tab. 6.21 – Aziende Quarto quadrante

Cluster fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	42	40,38%	24,19%	87,21%
10-50Mln	43	41,35%	19,08%	86,95%
50-100Mln	15	14,42%	20,77%	91,76%
100-200Mln	4	3,85%	16,77%	93,85%
200-250Mln	0	0%		
<b>Totale</b>	<b>104</b>	<b>100%</b>	<b>19,79%</b>	<b>89,62%</b>

Fonte: elaborazione personale

In particolare, l'attenzione è stata riposta sulle piccole imprese (ossia quelle aventi fatturato tra 5 e 10 milioni di Euro) e sulle aziende di media dimensione (aventi un fatturato tra 10-50 milioni di Euro).

Con riferimento alle piccole aziende, esse sono maggiormente presenti nel primo quadrante (54,17%), ossia quello avente una crescita superiore alla media ed un peso dei mezzi di terzi inferiore alla media. Anche le aziende con medie dimensioni sono maggiormente presenti nel primo quadrante (45,83%), ossia quello avente sia una crescita superiore alla media sia un peso dei mezzi di terzi superiore alla media. Emerge che nelle piccole aziende, rispetto alle aziende di medie dimensioni, la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è più ampia.

Il modello proposto basato sulla regressione lineare semplice (anche distinguendo il fatturato in differenti intervalli) deve essere ulteriormente migliorato. Ciò conferma la teoria sistemica con la quale l'azienda viene os-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

servata, secondo la quale la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi.

A tal fine, sono state individuate altre variabili (differenti dalla crescita aziendale in termini di Valore della produzione) che potessero influenzare il peso dei mezzi di terzi. In particolare, tali nuove variabili, che si aggiungono al CAGR, sono quelle illustrate nella metodologia. Le suddette variabili sono state relazionate al peso dei mezzi di terzi.

Successivamente, è stata applicata la bozza teorica del modello di regressione lineare multipla precedentemente illustrata, la quale mette in relazione il peso dei mezzi di terzi con le suddette variabili. La tabella seguente contiene i risultati di applicazione di tale modello (Tabella 6.22)

Tab. 6.22 – La regressione lineare multipla tra il peso dei mezzi di terzi e le variabili considerate

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
CAGR	0,292325	0,268169	1,0901	0,27847
ANZ	0,00831626	0,00308541	2,6954	0,00833***
PI	0,472689	0,0834652	5,6633	<0,00001***
MI	0,447456	0,0865483	5,17	<0,00001***
RDf	0,0377677	0,010773	3,5058	0,0007***
Clm	-0,0045157	0,00826066	-0,5467	0,58591
CAGR <sub>k</sub>	0,235191	0,149989	1,5681	0,12023

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

dove:

CAGR = crescita aziendale in termini di valore della produzione

ANZ = numero di anni dalla costituzione dell'azienda

PI = azienda di piccola dimensione

MI = azienda di media dimensione

RDf = capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa

Clm = copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente

CAGR<sub>k</sub> = crescita aziendale in termini di capitale investito

Fonte: elaborazione personale

In particolare, le ipotesi nulle che sono state testate disgiuntamente sono quelle verificate nell'applicazione al campione intero ed ai singoli settori precedentemente illustrati. Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima – valore sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] dell'1,0901 per la crescita aziendale in termini

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

del Valore della produzione (CAGR), del 2,6954 per l'anzianità dell'azienda (ANZ), del 5,6633 per la variabile derivante dalla piccola dimensione dell'azienda (PI), del 5,17 per la variabile derivante dalla media dimensione dell'azienda, del 3,5058 per la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa (RDf), del -0,5467 per l'indice di copertura delle immobilizzazioni (CIm), del 1,5681 per la crescita del capitale investito ( $CAGR_K$ ), non sono tutti superiori al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, il quale costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla) e neanche al valore critico di 1,65 (che corrisponde ad un p-value del 10%). Ne deriva che soltanto alcune variabili utilizzate nel modello (l'anzianità dell'azienda, la variabile derivante dalla dimensione dell'azienda, la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa) sono significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi ad un livello di significatività del 5%. Le altre variabili rimanenti (la crescita aziendale in termini del Valore della produzione, l'indice di copertura delle immobilizzazioni, la crescita del capitale investito) non sono significative per spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi.

In particolare, emerge quanto segue:

- la variazione dell'1% del CAGR comporta un aumento dello 0,29% del peso dei mezzi di terzi;
- l'aumento di un anno dell'anzianità dell'azienda comporta un aumento dello 0,83% del peso dei mezzi di terzi;
- l'essere una azienda di piccole dimensioni invece che un'azienda di medie dimensioni implica una differenza del 2,5% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione di 1 del RDf implica un aumento pari a 3,7% del peso dei mezzi di terzi;
- un aumento di 1 dell'indice di copertura delle immobilizzazioni comporta una riduzione dello 0,45% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione dell'1% del  $CAGR_K$  comporta un aumento dello 0,23% del peso dei mezzi di terzi.

Ne deriva che soltanto alcune variabili utilizzate nel modello (l'anzianità dell'azienda, la variabile derivante dalla dimensione dell'azienda, la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa) sono significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi ad un livello di significatività del 5%. Le altre variabili rimanenti (la crescita aziendale in termini del Valore della produzione, l'indice di copertura delle immobilizzazioni, la crescita del capitale investito) non sono significative per spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi, poiché i rispettivi rapporti t sono addirittura inferiori rispetto alla soglia critica dell'1,65 (che corrisponde ad un

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

livello di significatività del 10%). La presenza di una relazione causa-effetto si verifica soltanto per alcune variabili significative considerando un livello di significatività del 5% (l'anzianità dell'azienda, la variabile derivante dalla dimensione dell'azienda, la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa), mentre tale relazione non si verifica per le altre variabili (la crescita aziendale in termini del Valore della produzione, l'indice di copertura delle immobilizzazioni, la crescita del capitale investito).

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, che è stata stimata mediante il suddetto modello OLS (Tabella 6.23).

Tab. 6.23 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare multipla

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,764386
Somma dei residui al quadrato	7,579121
R-quadro	0,879961
SQM variabile dipendente	0,203121
Errore standard della regressione	0,283952
R-quadro corretto	0,872299
F (7, 94)	173,0972
P-value(F)	8,16E-51

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 101 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver escluso le outliers) è pari a 0,764386, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 76,44%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,203121, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (7,579121) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, essa era pari a 4,060285, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla) e l'errore standard della regressione (0,283952) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, essa era pari a 0,202517, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla), è stato possibile calcolare l'R-quadro corretto (detto anche coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,872299. Ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può

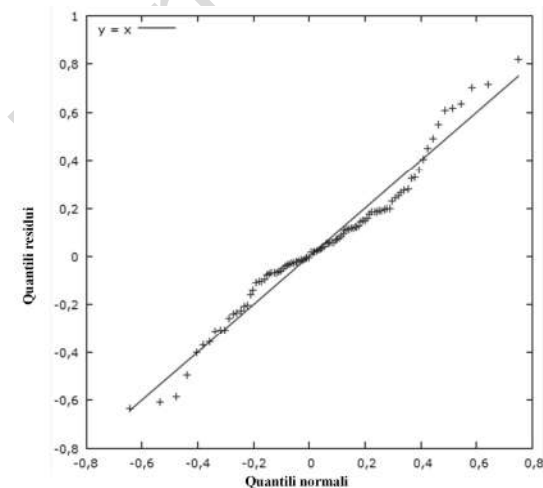
L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

essere giustificata dal modello di regressione lineare multipla è pari all'87,23% (mentre nel modello precedente, il peso dei mezzi di terzi veniva spiegato con il CAGR soltanto per l'1,6%). Concludendo, il nostro modello è in grado di spiegare l'87,23% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi), accrescendo la sua efficacia informativa rispetto al modello della regressione lineare semplice.

Un altro parametro utile a valutare la bontà del modello proposto è la statistica F: essa verifica l'ipotesi nulla che le sette variabili indipendenti inserite nel modello non siano in grado, congiuntamente, di spiegare il fenomeno indagato (ossia il peso dei mezzi di terzi sul capitale acquisito). Emerge che, in base al p-value ad essa correlato ( $p\text{-value}(F) = 0$ ), si rifiuta la suddetta ipotesi nulla. Dal momento che le variabili non sono tutte pari a zero, almeno una è significativa nello spiegare il suddetto fenomeno.

Ai fini valutativi del modello, è stato necessario condurre un'analisi sui residui che emergono dalla regressione lineare multipla. Ciò ha permesso di verificare la presenza di altre variabili indipendenti non ancora considerate nel modello. In particolare, è stato utile valutare la normalità degli stessi e la possibilità di osservare la correlazione tra i residui e le variabili indipendenti (la correlazione, infatti, indica l'esistenza di altri parametri utili a spiegare il peso dei mezzi di terzi). La valutazione della normalità dei residui è stata effettuata mediante il grafico Q-Q plot, il quale mette a confronto i quantili emersi da una normale con quelli della distribuzione dei residui (Figura 6.17).

Fig. 6.17 – Grafico Q-Q Plot dei residui della regressione lineare multipla



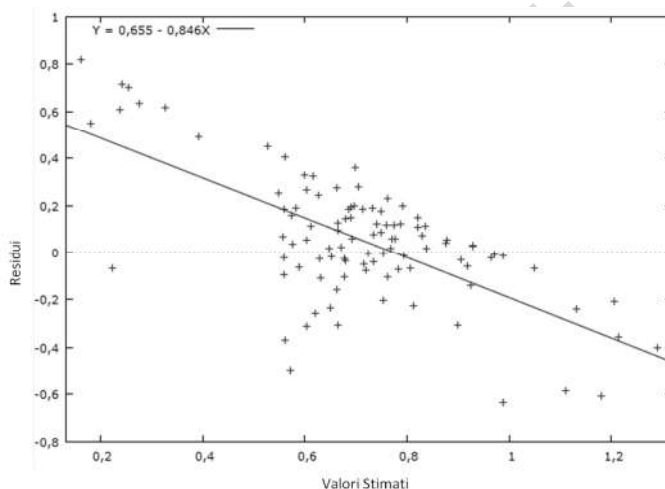
Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Si osserva che i quantili delle due distribuzioni, quella normale e quella dei residui, si sovrappongono, cioè è possibile generalizzare le considerazioni emerse in tale campione ad una realtà più ampia. In altri termini, i residui si atteggiano come una normale. Inoltre, il test di normalità condotto sui residui comporta l'accettazione dell'ipotesi nulla di normalità a un livello dell'1%, in quanto il relativo p-value è pari a 0,0487, mentre rifiuterei l'ipotesi ad un livello del 5%. Le considerazioni emerse dall'applicazione del modello sono pertanto significative.

Analizzando il grafico avente per oggetto la relazione tra residui e valori stimati, emerge l'esistenza di una relazione tra i residui e il peso dei mezzi di terzi. Ciò significa che, tra i residui, vi può essere la presenza di alcune variabili indipendenti utili a spiegare il fenomeno (Figura 6.18).

Fig. 6.18 – Relazione tra residui e valori stimati



Fonte: elaborazione personale

Successivamente, è stata effettuata l'indagine in senso verticale. Per valutare l'interdipendenza tra le variabili impiegate nel modello (che è una condizione necessaria per affermare la bontà del modello proposto), si riporta la matrice di covarianza tra le variabili indipendenti (Tabella 6.24).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 6.24 – La matrice di covarianza tra le variabili indipendenti

CAGR	Rdf	CIm	CAGR <sub>k</sub>	ANZ	PI	MI	
0,0719147	0,000328115	7,67E-05	-0,026588	7,09E-06	-0,00839703	-0,00732998	<b>CAGR</b>
	0,000116058	2,17E-05	-7,28E-05	2,05E-06	-0,000315192	-0,000311169	<b>Rdf</b>
		6,82E-05	9,88E-05	-1,13E-06	-0,000247098	-0,000239872	<b>CIm</b>
			0,0224966	0,000137542	-0,00188002	-0,00252391	<b>CAGR<sub>k</sub></b>
				9,52E-06	-0,000184587	-0,000202934	<b>ANZ</b>
					0,00696644	0,00624134	<b>PI</b>
						0,00749061	<b>MI</b>

Fonte: elaborazione personale

Emerge che le covarianze tra le variabili indipendenti non risultano pari a zero, ossia le variabili incluse nella bozza teorica del modello sono tra loro interdipendenti. Tale condizione è necessaria a sostegno della bontà del modello proposto. Esso vuole indagare un particolare fenomeno aziendale (ossia il peso dei mezzi di terzi) attraverso una serie di variabili economico-aziendali, condividendo la teoria sistemica.

Concludendo, la bozza teorica del modello basata sulla regressione lineare multipla è in grado di spiegare il fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) per l'87,23%, grazie ad una serie di variabili economico-aziendali, previste dal modello, tra loro interdipendenti a sostegno della teoria sistemica.

Nonostante la verifica della normalità dei residui, è emersa una relazione tra i residui e i valori stimati: ciò significa che i residui presentano ulteriori caratteristiche da modellare, ossia che vi è la presenza di ulteriori variabili che andrebbero analizzate al fine di motivare completamente l'andamento del peso dei mezzi di terzi. Tali limitazioni della bozza teorica del modello sono collegate alle due componenti di un modello di regressione lineare multipla (componente deterministica e componente stocastica), di cui si è detto nella metodologia.

## 6.4. Settore Immobiliare

Con riferimento al settore immobiliare, di seguito, viene, in un primo luogo, analizzata l'indagine in senso orizzontale.

La relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi (PMT) e la crescita aziendale (CAGR). Le aziende sono state classificate nell'ambito della matrice PMT/CAGR (Tabella 6.25 e Figura 6.19).



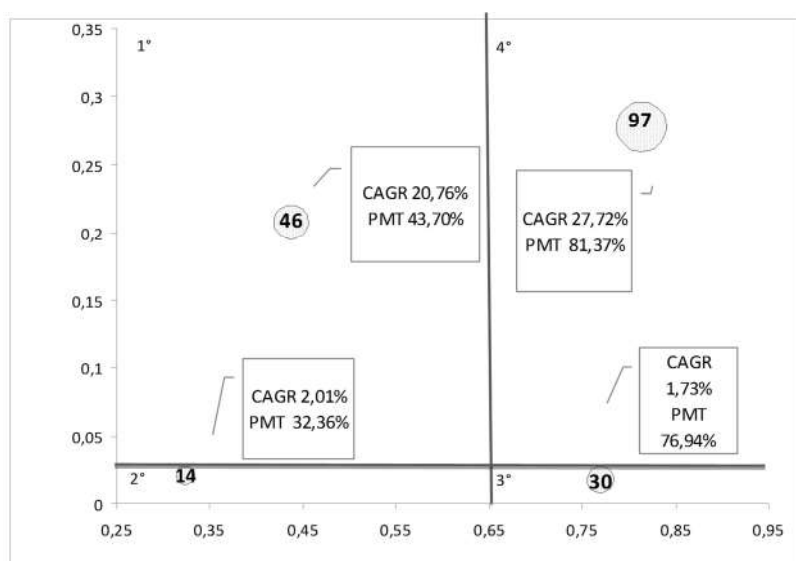
L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 6.25 – La relazione “peso mezzi di terzi/crescita aziendale”

Quadrante	N. aziende	CAGR	PMT	%
Primo	46	20,76%	43,70%	24,60%
Secondo	14	2,01%	32,36%	7,49%
Terzo	30	1,73%	76,94%	16,04%
Quarto	97	27,72%	81,37%	51,87%
Totale	187			
Punto di Cut-off		2,91%	65,73%	

Fonte: elaborazione personale

Fig. 6.19 – La matrice PMT/CAGR



Fonte: elaborazione personale

Dalla matrice, emerge che il maggior numero di aziende si colloca nel quarto quadrante, che è quello caratterizzato sia da una crescita aziendale, sia da un peso dei mezzi di terzi superiore rispetto alla media di settore. Ne deriva che la crescita ha stimolato un maggiore fabbisogno finanziario dell'azienda. Esso è stato soddisfatto in maniera rilevante con le fonti di finanziamento di origine esterna, concorrendo a determinare una variazione nella struttura finanziaria dell'azienda a favore dei debiti verso l'esterno.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

L'attitudine dell'azienda a ricorrere ai mezzi di terzi in funzione della sua crescita è stata valutata mediante la correlazione di Pearson tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale. Dal calcolo di tale correlazione, emerge quanto segue:

$$\rho = \frac{\text{Cov}(\text{Cagr}, \frac{MT}{CI})}{\sqrt{\text{Var}(\text{Cagr})\text{Var}(\frac{MT}{CI})}} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{Cagr}})(\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{Cagr}})^2 \sum_{i=1}^n (\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}})^2}} = \frac{0,008}{\sqrt{0,012 * 0,076}} = 0,266$$

La correlazione di Pearson tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è pari a 0,266, ossia si tratta di una correlazione debole. Ciò significa che la crescita dell'azienda e il peso dei mezzi di terzi si muovono nella stessa direzione, seppur tale osservazione abbia una debole valenza.

Facendo uso del software econometrico Gretl, emerge che la significatività della correlazione viene confermata dai valori assunti sia del rapporto t (rapporto t di 2,27134), sia del relativo p-value (p-value = 0,0263), ad un livello di significatività del 5%. Tali valori stanno a significare che la probabilità che il rapporto t appartenga alla distribuzione con media 0 (ossia che l'ipotesi nulla di assenza di correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia vera) non è nulla, ossia è pari al 2,63%. Ciò conferma che vi è correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, seppur debole, accettando una probabilità di errore del 2,63%.

La relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è stata, inoltre, quantificata mediante lo strumento della regressione lineare semplice. L'impiego della retta di regressione OLS (Ordinary Least Squares o metodo dei minimi quadrati) come metodo di stima della relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale ha permesso di individuare una funzione tramite la quale spiegare il fenomeno considerato (ossia il peso dei mezzi di terzi). La tabella seguente riporta i risultati della regressione lineare semplice impiegando il modello OLS (Tabella 6.26).

Tab. 6.26 – La regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
Costante $\alpha$	0,46558	0,0442152	10,5299	<0,00001 ***
CAGR	0,666632	0,240147	2,7759	0,0071 ***

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

La tabella riporta le stime della costante alfa e del coefficiente beta, accompagnate dall'errore standard della stessa. Il rapporto t e il p-value hanno permesso di valutare la significatività statistica dei parametri stimati. In particolare, le due ipotesi nulle che sono state testate disgiuntamente sono le seguenti:

- con riferimento alla costante: “la costante è nulla”, ossia essa non è statisticamente significativa;
- con riferimento al CAGR: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e crescita aziendale”.

Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima - valore emergente sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] del 10,5299 per la costante e 2,7759 per la crescita aziendale sono superiori al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, che costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla). Ne deriva che sia la costante sia il CAGR sono due variabili significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi. Inoltre, la variazione dell'1% del CAGR comporta un aumento dello 0,67% dell'incidenza del peso dei mezzi di terzi.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, stimandola mediante il suddetto modello OLS (Tabella 6.27).

Tab. 6.27 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare semplice

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,53727
Somma quadrata dei residui	4,90237
SQM variabile dipendente	0,276476
Errore standard della regressione	0,268503
R-quadro	0,070518

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 70 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver eliminato gli outliers) è pari a 0,53727, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 53,72%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,276476, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al qua-

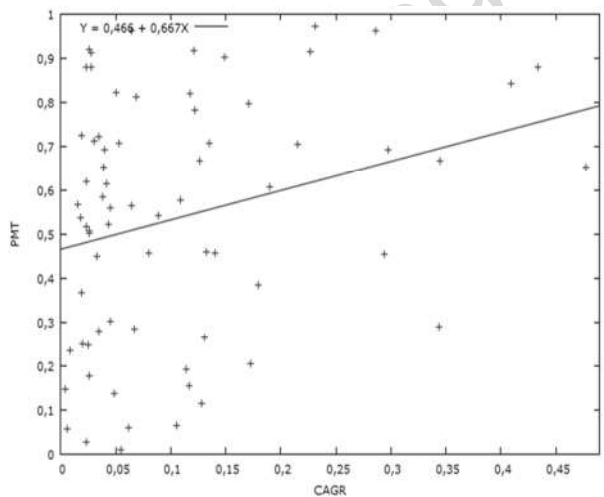
L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

drato (pari a 4,90237) e l'errore standard della regressione (0,268503), è stato possibile calcolare l'R-quadro (il cosiddetto coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,070518. Ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale) che può essere giustificato dal modello di regressione lineare è pari al 7,05%.

Ne consegue che la crescita aziendale non è l'unica variabile utile a spiegare il ricorso dei mezzi di terzi da parte dell'azienda. Concludendo, la retta di regressione lineare avente come parametri la costante e il CAGR è in grado di spiegare solo il 7,05% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi). Nello specifico, una variazione dell'1% della crescita aziendale induce un aumento del peso dei mezzi di terzi pari a 0,67%. Al contrario, il 92,95% della variabilità della variabile dipendente è attribuibile ai residui, ossia ad altri fattori differenti dal peso dei mezzi di terzi.

La suddetta regressione lineare semplice trova rappresentazione grafica nella figura seguente (Figura 6.20).

Fig. 6.20 – La dispersione con la retta di regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale



Fonte: elaborazione personale

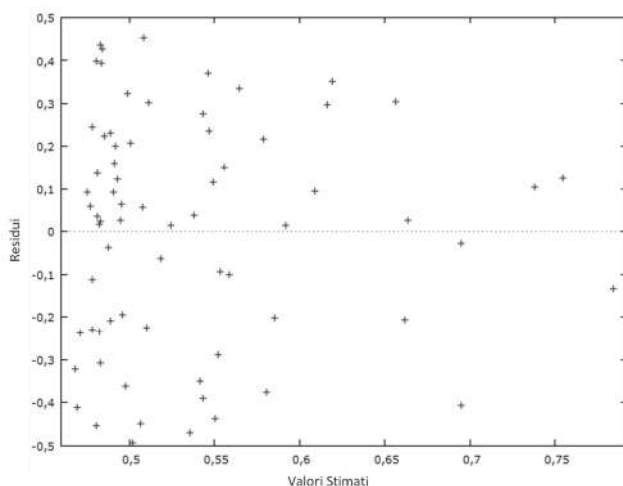
Dalla figura, emerge che la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è positiva, individuata dalla retta. Ogni punto della figura rappresenta una delle 70 aziende osservate. La suddetta relazione è stimata mediante la retta, mentre i puntini rossi sono le osservazioni effettuate: la distanza di ciascun puntino rosso rispetto alla retta rappresenta l'errore

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

commesso, approssimando la relazione mediante il modello di regressione lineare semplice. Emerge che, osservando le 70 osservazioni, vi è una dispersione significativa attorno alla retta di regressione lineare semplice: infatti, il peso dei mezzi di terzi è influenzato dalla crescita aziendale soltanto per il 7,05%. Si osserva, inoltre, che la maggior parte delle aziende (il 55,71%) si concentra in un'area caratterizzata da una crescita aziendale fino al 7%, così come il 54,17% delle aziende presenta un peso dei mezzi di terzi tra il 45,5% e il 92,2%.

Un metodo utile per verificare la bontà del modello di regressione lineare semplice è rappresentato dal grafico di dispersione che metta in relazione i residui del modello e i valori predetti (Figura 6.21).

Fig. 6.21 – Dispersione tra i residui del modello e i valori stimati



Fonte: elaborazione personale

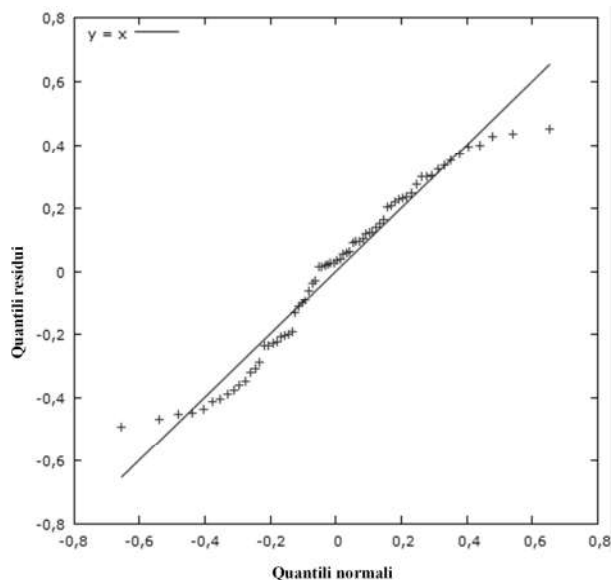
Dall'analisi del grafico emerge che la relazione tra residui e valori stimati potrebbe essere omogenea attorno all'asse delle ascisse, in quanto i punti sono sparsi in modo omogeneo nel grafico. Pertanto, esistono ulteriori fattori utili a spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi (in aggiunta alla crescita aziendale in termini del valore della produzione), che sono incorporati nei residui.

Uno dei criteri da tenere in considerazione affinché i risultati ottenuti nel campione di riferimento siano estendibili ad una realtà più vasta è la normalità della distribuzione dei residui. Nella presente analisi, la normalità dei residui è stata valutata mediante il grafico Q-Q Plot, che mette in rela-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

zione i quantili della normale con quelli dei residui emergenti dalla retta di regressione semplice (Figura 6.22).

Fig. 6.22 – Grafico Q-Q Plot per i residui della regressione lineare



Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi dei residui effettuata mediante il grafico Q-Q Plot emerge che la loro distribuzione è normale, in quanto i puntini rossi si sovrappongono alla retta. A questo punto della trattazione, non è necessario proseguire con l'indagine dei residui, in quanto è emerso che i residui sono normali.

L'analisi fino a qui condotta dimostra quanto affermato nei capitoli precedenti, ossia che la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi, nell'ambito delle scelte relative all'acquisizione delle fonti di finanziamento. Infatti, dall'analisi della regressione lineare sul campione di riferimento, emerge che essa concorre a determinare le variazioni del peso dei mezzi di terzi soltanto nella misura del 7,05%: nello specifico, una variazione dell'1% della crescita aziendale induce un aumento del peso dei mezzi di terzi pari a 0,67% (che rappresenta il coefficiente  $\beta$  della regressione lineare). Il peso dei mezzi di terzi, quindi, è influenzato anche da altre variabili.

Il modello proposto basato sulla regressione lineare semplice (anche distinguendo il fatturato in differenti intervalli) deve essere ulteriormente mi-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

giorato. Ciò conferma la teoria sistemica con la quale l'azienda viene osservata, secondo la quale la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi.

Applicando il modello di regressione lineare multipla, si ottengono dei risultati che non possono essere generalizzati alla vasta realtà, in quanto la distribuzione dei residui emersi non è una normale. Non si è potuto valutare l'impatto di una serie di altre variabili, non osservabili a causa della mancanza informativa della banca dati, che sarebbero utili al fine di spiegare meglio la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale. Riferendosi, però, alla regressione lineare semplice, emerge che esiste una relazione causa-effetto tra le due variabili indagate.

## 6.5. Settore Alloggi e ristorazione

Con riferimento al settore Alloggi e ristorazione, l'indagine in senso orizzontale analizza, in primo luogo, la relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi (PMT) e la crescita aziendale (CAGR). Le aziende sono state classificate nell'ambito della matrice PMT/CAGR (Tabella 6.28 e Figura 6.23).

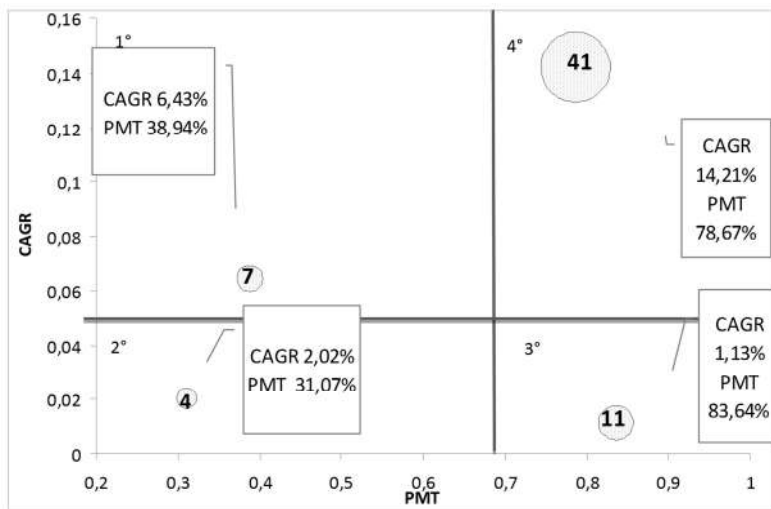
Tab. 6.28 – La relazione “peso mezzi di terzi/crescita aziendale”

Quadrante	N. aziende	CAGR	PMT	%
Primo	7	6,43%	38,94%	11,11%
Secondo	4	2,02%	31,07%	6,35%
Terzo	11	1,13%	83,64%	17,46%
Quarto	41	14,21%	78,67%	65,08%
Totale	63			
Punto di Cut-off		5,27%	67,32%	

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.23 – La matrice PMT/CAGR



Fonte: elaborazione personale

Dalla matrice, emerge che il maggior numero di aziende si colloca nel quarto quadrante, che è quello caratterizzato sia da una crescita aziendale, sia da un peso dei mezzi di terzi superiore rispetto alla media di settore. Ne deriva che la crescita ha stimolato un maggiore fabbisogno finanziario dell'azienda. Esso è stato soddisfatto in maniera rilevante con le fonti di finanziamento di origine esterna, concorrendo a determinare una variazione nella struttura finanziaria dell'azienda a favore dei debiti verso l'esterno.

L'attitudine dell'azienda a ricorrere ai mezzi di terzi in funzione della sua crescita è stata valutata mediante la correlazione di Pearson tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale. Dal calcolo di tale correlazione, emerge quanto segue:

$$\rho = \frac{\text{Cov}\left(\text{Cagr}, \frac{MT}{CI}\right)}{\sqrt{\text{Var}(\text{Cagr})\text{Var}\left(\frac{MT}{CI}\right)}} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{cagr}})\left(\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}}\right)}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{cagr}})^2 \sum_{i=1}^n \left(\frac{MT}{CI}_i - \mu_{\frac{MT}{CI}}\right)^2}} = \frac{0,001}{\sqrt{0,009 \cdot 0,038}} = 0,065$$

La correlazione di Pearson tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è pari a 0,065, ossia si tratta di una correlazione debole. Ciò significa che la crescita dell'azienda implica una variazione in aumento del peso dei mezzi di terzi dell'azienda, seppur in modo debole.

Facendo uso del software econometrico Gretl, emerge che la correlazione non è significativa, a causa dei valori assunti sia del rapporto t (rapporto



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

t di 0,43359), sia del relativo p-value (p-value = 0,6667). Tali valori stanno a significare che la probabilità che il rapporto t appartenga alla distribuzione con media 0 (ossia che l'ipotesi nulla di assenza di correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia vera) non è nulla ossia è pari a 66,67%. A causa della suddetta elevata probabilità (e nonostante su tale campione vi sia una correlazione debole tra le variabili) si accetta l'ipotesi nulla, ossia che non vi è una correlazione tra le due variabili che possa essere generalizzata su altri campioni.

La relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è stata, inoltre, quantificata mediante lo strumento della regressione lineare semplice. L'impiego della retta di regressione OLS (Ordinary Least Squares o metodo dei minimi quadrati) come metodo di stima della relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale ha permesso di individuare una funzione tramite la quale spiegare il fenomeno considerato (ossia il peso dei mezzi di terzi). La tabella seguente riporta i risultati della regressione lineare impiegando il modello OLS (Tabella 6.29).

Tab. 6.29 – La regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
Costante $\alpha$	0,720397	0,0466144	15,4544	<0,00001***
CAGR	0,135272	0,25087	0,5392	0,59246

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

Fonte: elaborazione personale

La tabella riporta le stime della costante alfa e del coefficiente beta, accompagnate dall'errore standard della stessa. Il rapporto t e il p-value hanno permesso di valutare la significatività statistica dei parametri stimati. In particolare, le due ipotesi nulle che sono state testare disgiuntamente sono le seguenti:

- con riferimento alla costante: “la costante è nulla”, ossia essa non è statisticamente significativa;
- con riferimento al CAGR: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e crescita aziendale”.

Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima - valore emergente sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] del 15,4544 per la costante e

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

0,5392 per la crescita aziendale non sono entrambi superiori al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, che costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla). Ne deriva che la costante è una variabile significativa per giustificare il peso dei mezzi di terzi (se si considera un p-value del 5%, ossia un livello di significatività del 5%); al contrario, il CAGR non è una variabile significativa per giustificare il peso dei mezzi di terzi, in quanto il p-value è ben superiore al 10% di significatività.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, stimandola mediante il suddetto modello OLS (Tabella 6.30).

Tab. 6.30 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare semplice

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,734173
Somma dei residui al quadrato	1,688475
SQM variabile dipendente	0,194118
Errore standard della regressione	0,195894
R-quadro	0,004255

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 46 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver eliminato gli outliers) è pari a 0,734173, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 73,42%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,194118, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (pari a 1,688475) e l'errore standard della regressione (0,195894), è stato possibile calcolare l'R-quadro (il cosiddetto coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,004255. Ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale) che può essere giustificato dal modello di regressione lineare è pari al 0,42%.

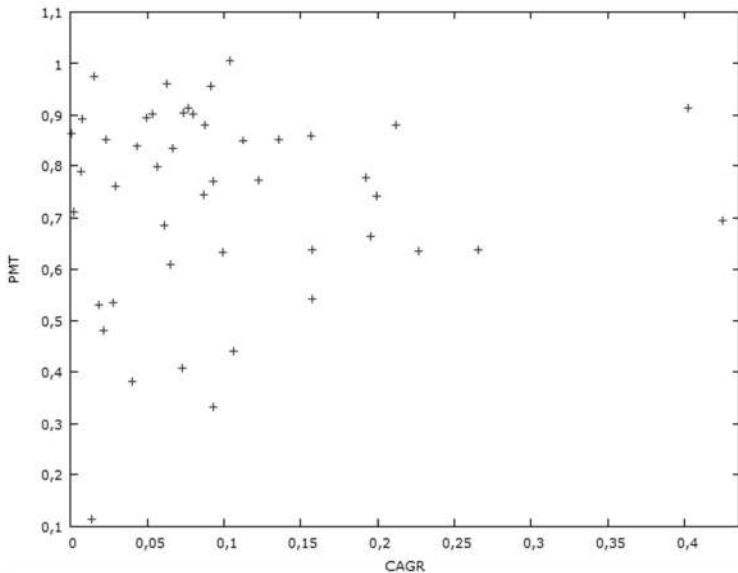
Ne consegue che la crescita aziendale non è l'unica variabile utile a spiegare il ricorso dei mezzi di terzi da parte dell'azienda. Concludendo, la retta di regressione lineare avente come parametri la costante e il CAGR è in grado di spiegare solo lo 0,42% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi); nello specifico, una variazione dell'1% della crescita aziendale induce un aumento del peso dei mezzi di terzi pari a 0,1352%.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Al contrario, il 99,58% della variabilità della variabile dipendente è attribuibile ai residui, ossia ad altri fattori differenti dal peso dei mezzi di terzi.

La suddetta regressione lineare semplice trova rappresentazione grafica nella figura seguente (Figura 6.24).

Fig. 6.24 – La dispersione con la retta di regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale



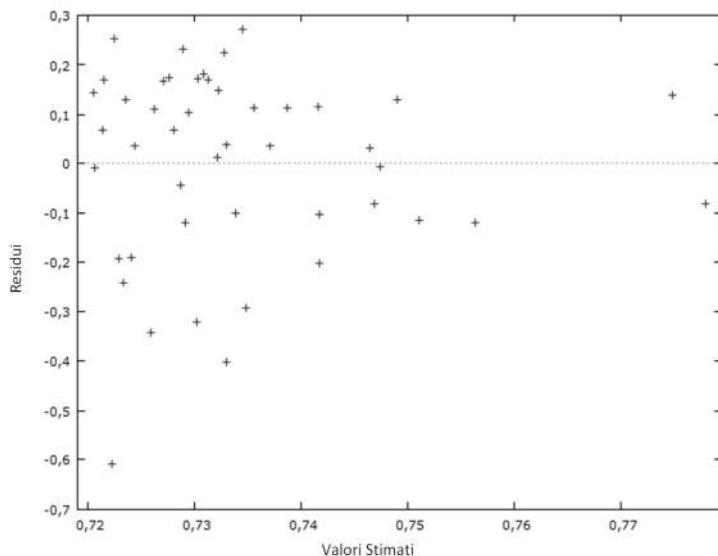
Fonte: elaborazione personale

Dalla figura, emerge che non è possibile trovare una correlazione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, e ciò viene evidenziato anche con l'assenza di una retta.

Un metodo utile per verificare la bontà del modello di regressione lineare semplice è rappresentato dal grafico di dispersione che metta in relazione i residui del modello e i valori predetti (Figura 6.25).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.25 – Dispersione tra i residui del modello e i valori stimati



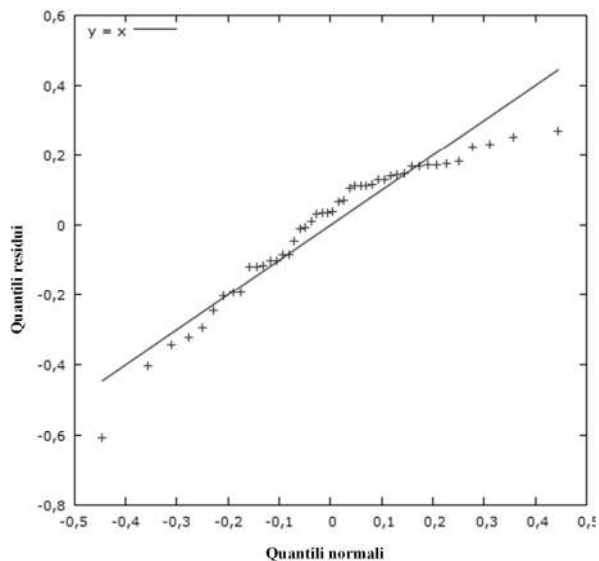
Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi del grafico emerge che la relazione tra residui e valori stimati non è omogenea attorno all'asse delle ascisse. Pertanto, esistono ulteriori fattori utili a spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi (in aggiunta alla crescita aziendale in termini del valore della produzione), che sono incorporati nei residui.

Uno dei criteri da tenere in considerazione affinché i risultati ottenuti nel campione di riferimento siano estendibili ad una realtà più vasta è la normalità della distribuzione dei residui. Nella presente analisi, la normalità dei residui è stata valutata mediante il grafico Q-Q Plot, che mette in relazione i quantili della normale con quelli dei residui emergenti dalla retta di regressione semplice (Figura 6.26).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.26 – Grafico Q-Q Plot per i residui della regressione lineare semplice



Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi dei residui effettuata mediante il grafico Q-Q Plot emerge che la loro distribuzione non è normale, in quanto i puntini rossi non si sovrappongono alla retta.

Partendo da tali considerazioni, è stato necessario indagare altre variabili che influenzano il peso dei mezzi di terzi.

L'analisi fino a qui condotta dimostra quanto affermato nei capitoli precedenti, ossia che la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi, nell'ambito delle scelte relative all'acquisizione delle fonti di finanziamento. Infatti, dall'analisi della regressione lineare sul campione di riferimento, emerge che essa concorre a determinare le variazioni del peso dei mezzi di terzi soltanto nella misura del 3,1%. Nello specifico, una variazione dell'1% della crescita aziendale induce un aumento del peso dei mezzi di terzi pari a 0,286% (che rappresenta il coefficiente  $\beta$  della regressione lineare). Il peso dei mezzi di terzi, quindi, è influenzato marcatamente anche da altre variabili.

Al fine di indagare ulteriormente l'andamento dei mezzi di terzi, si è voluto analizzare, all'interno del settore di riferimento e con riferimento alle aziende aventi una crescita superiore rispetto alla media del settore (primo e quarto quadrante), se la dimensione del fatturato dell'azienda possa essere un elemento rilevante in questa analisi (Tabella 6.31 e 6.32).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 6.31 – Aziende Primo quadrante

Cluster Fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	3	42,86%	10,10%	46,90%
10-50Mln	3	42,86%	10,75%	44,79%
50-100Mln				
100-200Mln	1	14,29%	4,03%	38,22%
200Mln-250Mln				
<b>Totale</b>	<b>7</b>	<b>100%</b>	<b>6,43%</b>	<b>38,94%</b>

Fonte: elaborazione personale

Tab. 6.32 – Aziende Quarto quadrante

Cluster fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	23	56,10%	23,65%	84,63%
10-50Mln	15	36,59%	12,09%	78,90%
50-100Mln				
100-200Mln	2	4,88%	13,16%	74,91%
200-250Mln	1	2,44%	12,28%	77,24%
<b>Totale</b>	<b>41</b>	<b>100%</b>	<b>14,21%</b>	<b>78,67%</b>

Fonte: elaborazione personale

In particolare, l'attenzione è stata riposta sulle piccole imprese (ossia quelle aventi fatturato tra 5 e 10 milioni di Euro) e sulle aziende di media dimensione (aventi un fatturato tra 10-50 milioni di Euro).

Con riferimento alle piccole aziende, esse sono maggiormente presenti nel quarto quadrante (56,10%), ossia quello avente sia una crescita superiore alla media sia un peso dei mezzi di terzi superiore alla media. Al contrario, le aziende con medie dimensioni sono maggiormente presenti nel primo quadrante (42,86%), ossia quello avente sia una crescita superiore alla media sia un peso dei mezzi di terzi inferiore alla media. Ne deriva che per le piccole aziende, rispetto alle aziende di medie dimensioni, la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è maggiormente significativa.

Emerge che il modello proposto basato sulla regressione lineare semplice (anche differenziando il fatturato in differenti intervalli), pur avendo una sua efficacia informativa, potrebbe essere ulteriormente migliorato.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

A tal fine, sono state individuate altre variabili (differenti dalla crescita aziendale in termini di Valore della produzione) che potessero influenzare il peso dei mezzi di terzi. In particolare, tali nuove variabili, che si aggiungono al CAGR, sono quelle illustrate nella metodologia. Le suddette variabili sono state relazionate al peso dei mezzi di terzi.

È stata applicata la bozza teorica del modello proposto, che mette in relazione il peso dei mezzi di terzi con le suddette variabili attraverso lo strumento econometrico della regressione lineare multipla. La tabella seguente contiene i risultati di applicazione di tale modello (Tabella 6.33).

Tab. 6.33 – La regressione lineare multipla tra il peso dei mezzi di terzi e le variabili considerate

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
CAGR	0,727506	0,448168	1,6233	0,11258
ANZ	0,00484527	0,00374247	1,2947	0,20305
PI	0,423226	0,123062	3,4391	0,0014 ***
MI	0,517377	0,117219	4,4138	0,00008 ***
RDf	0,0365103	0,0112472	3,2462	0,00241 ***
Clm	-0,00435566	0,0178933	-0,2434	0,80895
CAGR <sub>K</sub>	0,2102	0,308351	0,6817	0,49946

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

dove:

CAGR = crescita aziendale in termini di valore della produzione

ANZ = numero di anni dalla costituzione dell'azienda

PI = azienda di piccola dimensione

MI = azienda di media dimensione

RDf = capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa

Clm = copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente

CAGR<sub>K</sub> = crescita aziendale in termini di capitale investito

Fonte: elaborazione personale

In particolare, le ipotesi nulle che andiamo a testare disgiuntamente sono quelle testate nell'applicazione al campione intero ed ai singoli settori precedentemente illustrati. Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima – valore sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] del 1,6233 per la crescita aziendale in termini del Valore della produzione (CAGR), del 1,2947 per l'anzianità dell'azienda (ANZ), del 3,4391 per la variabile derivante dalla piccola di-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

mensione dell'azienda (PI), del 4,4138 per la variabile derivante dalla media dimensione dell'azienda, del 3,2462 per la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa (RDf), del -0,2434 per l'indice di copertura delle immobilizzazioni (CI<sub>m</sub>), del 0,6817 per la crescita del capitale investito (CAGR<sub>K</sub>), non è sempre superiore al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, il quale costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla). Ne deriva che soltanto alcune variabili utilizzate nel modello (la variabile della dimensione aziendale per fatturato, la capacità di rimborso dei debiti finanziari) sono significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi ad un livello di significatività del 5%, mentre le altre variabili (crescita aziendale, anzianità dell'azienda, indice di copertura delle immobilizzazione e crescita del capitale investito) non sono significative per spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi. In particolare, emerge quanto segue:

- la variazione dell'1% del CAGR comporta un aumento dello 0,73% del peso dei mezzi di terzi;
- l'aumento di un anno dell'anzianità dell'azienda comporta un aumento dello 0,5% del peso dei mezzi di terzi;
- l'essere una azienda di piccole dimensioni invece che un'azienda di medie dimensioni implica una differenza del 9,4% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione di 1 del RDf implica un aumento pari a 3,7% del peso dei mezzi di terzi;
- un aumento di 1 dell'indice di copertura delle immobilizzazioni comporta un aumento dello -0,4% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione dell'1% del CAGR<sub>K</sub> comporta un aumento dello 0,21% del peso dei mezzi di terzi.

Ne consegue che le variabili indipendenti utilizzate nel modello non sono tutte statisticamente significative a un livello di significatività del 5% (in particolare, non sono significative la crescita aziendale, l'anzianità dell'azienda, l'indice di copertura delle immobilizzazione e la crescita del capitale investito), poiché i rispettivi rapporti t non sono tutti superiori alla soglia critica dell'1,96. La presenza di una relazione di causa-effetto si verifica soltanto per alcune variabili significative considerando un livello di significatività del 5% (la variabile della dimensione aziendale per fatturato e la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa).

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare multipla tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, che è stata stimata mediante il suddetto modello OLS (Tabella 6.34).



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 6.34 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare multipla

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,734173
Somma dei residui al quadrato	2,947582
R-quadro	0,888729
SQM variabile dipendente	0,194118
Errore standard della regressione	0,274916
R-quadro corretto	0,871611
F (7,2083)	102,117
P-value(F)	4,58E-23

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 2.090 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver escluso le outliers) è pari a 0,734173, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 73,42%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,194118, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (2,947582) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, essa era pari a 1,688475, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla) e l'errore standard della regressione (0,274916) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, essa era pari a 0,195894, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla), è stato possibile calcolare l'R-quadro corretto (detto anche coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,871611: ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello di regressione lineare multipla è pari all'87,16% (mentre nel modello precedente, il peso dei mezzi di terzi veniva spiegato con il CAGR soltanto per il 0,42%). Concludendo, il nostro modello è in grado di spiegare l'87,16% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi), accrescendo la sua efficacia informativa rispetto al modello della regressione lineare semplice.

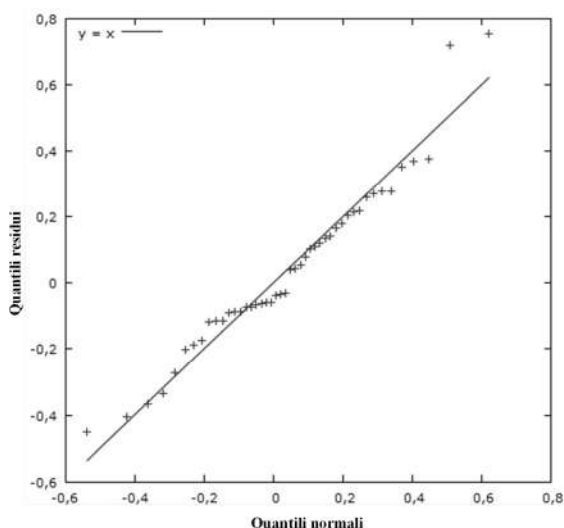
Un altro parametro utile a valutare la bontà del modello proposto è stata la statistica F: essa verifica l'ipotesi nulla che le sette variabili indipendenti inserite nel modello non siano in grado, congiuntamente, di spiegare il fenomeno indagato (ossia il peso dei mezzi di terzi sul capitale acquisito). Emerge che, in base al p-value ad essa correlato (p-value (F) = 0), si rifiuta la sud-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

detta ipotesi nulla: dal momento che le variabili non sono tutte pari a zero, significa che almeno una è significativa nello spiegare il suddetto fenomeno.

Ai fini valutativi del modello, è stato necessario condurre un'analisi sui residui che emergono dalla regressione lineare multipla. In particolare, è stato utile valutare la normalità degli stessi e la possibilità di osservare la correlazione tra i residui e le variabili indipendenti (la correlazione, infatti, indica l'esistenza di altri parametri utili a spiegare il peso dei mezzi di terzi). La valutazione della normalità dei residui è stata effettuata mediante il grafico Q-Q plot, il quale mette a confronto i quantili emersi da una normale con quelli della distribuzione dei residui (Figura 6.27).

Fig. 6.27 – Grafico Q-Q Plot dei residui della regressione multipla



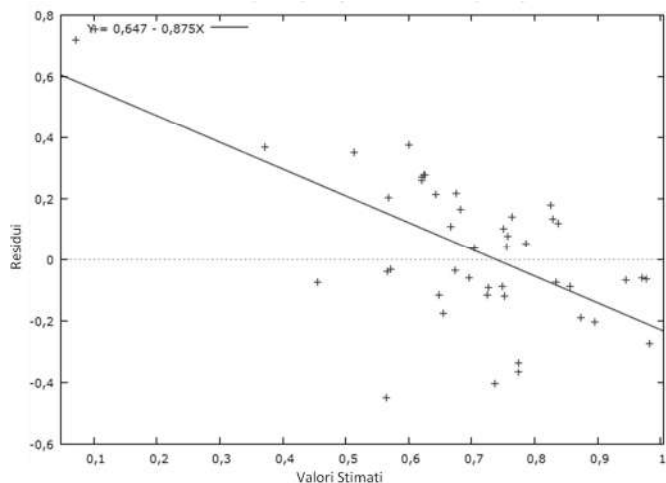
Fonte: elaborazione personale

Si osserva che i quantili delle due distribuzioni, quella normale e quella dei residui, si sovrappongono, cioè è possibile generalizzare le considerazioni emerse in tale campione ad una realtà più ampia. In altri termini, i residui si atteggiano come una normale. Inoltre, il test di normalità condotto sui residui comporta l'accettazione dell'ipotesi nulla di normalità a un livello di 5%, in quanto il relativo p-value è pari a 0,145725.

Analizzando il grafico avente per oggetto la relazione tra residui e valori stimati, emerge l'esistenza di una relazione tra i residui e il peso dei mezzi di terzi, ossia che, tra i residui, vi può essere la presenza di alcune variabili indipendenti utili a spiegare il fenomeno (Figura 6.28).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.28 – Relazione tra residui e valori stimati



Fonte: elaborazione personale

Come ultimo, nell'ambito dell'indagine in senso verticale, si riporta la matrice di covarianza tra le variabili indipendenti (Tabella 6.35).

Tab. 6.35 – La matrice di covarianza tra le variabili indipendenti

CAGR	Rdf	CIm	CAGR <sub>k</sub>	ANZ	PI	MI	
0,200855	0,00123006	0,00048836	-0,0816457	0,00032117	-0,026125	-0,0308972	<b>CAGR</b>
	0,0001265	1,80E-05	-0,00066559	-1,59E-05	-0,000142	-0,000244	<b>Rdf</b>
		0,00032017	-5,69E-05	3,72E-05	-0,001523	-0,0009122	<b>CIm</b>
			0,0950804	0,00015235	-0,00285	0,00086366	<b>CAGR<sub>k</sub></b>
				1,40E-05	-0,00035	-0,0002815	<b>ANZ</b>
					0,0151443	0,0115282	<b>PI</b>
						0,0137402	<b>MI</b>

Fonte: elaborazione personale

Emerge che le covarianze tra le variabili indipendenti non risultano pari a zero, ossia le variabili incluse nella bozza teorica del modello sono tra loro interdipendenti. Tale condizione è necessaria a sostegno della bontà del modello proposto, il quale vuole indagare un particolare fenomeno aziendale (ossia il peso dei mezzi di terzi) attraverso una serie di variabili economico-aziendali nell'ambito della condivisa teoria sistemica.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Concludendo, la bozza teorica del modello proposto basato sulla regressione lineare multipla è in grado di spiegare il fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) per l'87,16% grazie ad una serie di variabili economico-aziendali tra loro interdipendenti, a sostegno della teoria sistemica.

Nonostante la verifica della normalità dei residui, è emersa una relazione tra i residui e i valori stimati: ciò significa che i residui presentano ulteriori caratteristiche da modellare, ossia che vi è la presenza di ulteriori variabili che andrebbero analizzate al fine di motivare completamente l'andamento del peso dei mezzi di terzi. Tali limitazioni della bozza teorica del modello sono collegate alle due componenti di un modello di regressione lineare multipla (componente deterministica e componente stocastica), di cui si è detto nella metodologia.

## 6.6. Settore Attività professionali e scientifiche

Di seguito, viene illustrata l'indagine effettuata in senso orizzontale. Viene analizzata la relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi (PMT) e la crescita aziendale (CAGR), al fine di esaminare la scelta di finanziare la crescita aziendale con le fonti di finanziamento di origine esterna nell'ambito del settore Attività professionali e scientifiche. Di seguito, viene riportata la matrice PMT/CAGR (PMT) (Tabella 6.36 e Figura 6.29).

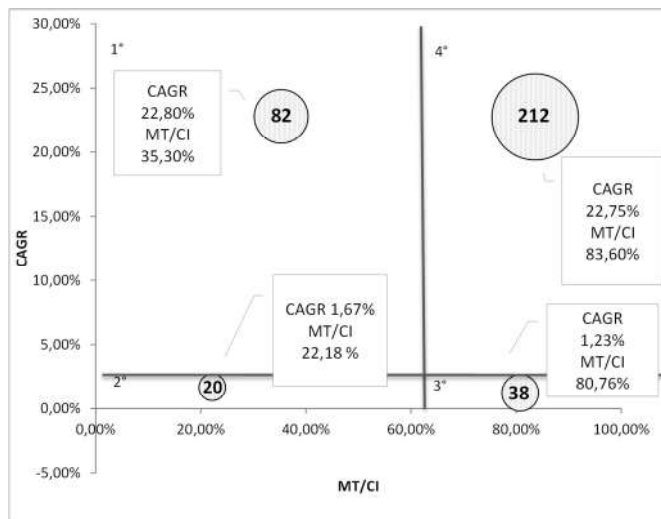
Tab. 6.36 – La relazione “peso mezzi di terzi/CAGR”

Quadrante	N. aziende	CAGR	PMT	%
Primo	82	22,80%	35,30%	23,30%
Secondo	20	1,67%	22,18%	5,68%
Terzo	38	1,23%	80,76%	60,23%
Quarto	212	22,75%	83,60%	10,80%
Totale	352			
Punto di Cut-off		2,93%	62,75%	

Fonte: elaborazione personale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.29 – La matrice PMT/CAGR



Fonte: elaborazione personale

Dalla matrice, emerge che il maggior numero di aziende si colloca nel quarto quadrante, che è quello caratterizzato sia da una crescita aziendale superiore alla media del settore, sia da un peso dei mezzi di terzi superiore alla media di settore. Ne deriva che la crescita ha stimolato un maggiore fabbisogno finanziario dell'azienda, che è stato soddisfatto in maniera rilevante con le fonti di finanziamento di origine esterna. Ciò ha determinato una variazione nella struttura finanziaria dell'azienda a favore dei debiti verso l'esterno.

L'attitudine dell'azienda a ricorrere ai mezzi di terzi in funzione della sua crescita è stata valutata mediante la correlazione di Pearson tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale. Dal calcolo di tale correlazione, emerge quanto segue:

$$\rho = \frac{\text{Cov}\left(\text{Cagr}, \frac{\text{MT}}{\text{CI}}\right)}{\sqrt{\text{Var}(\text{Cagr})\text{Var}\left(\frac{\text{MT}}{\text{CI}}\right)}} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{cagr}})\left(\frac{\text{MT}}{\text{CI}}_i - \mu_{\frac{\text{MT}}{\text{CI}}}\right)}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (\text{Cagr}_i - \mu_{\text{cagr}})^2 \sum_{i=1}^n \left(\frac{\text{MT}}{\text{CI}}_i - \mu_{\frac{\text{MT}}{\text{CI}}}\right)^2}} = \frac{0,004022}{\sqrt{0,031 \times 0,049}} = 0,104$$

La correlazione di Pearson tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è pari a 0,104, ossia si tratta di una correlazione debole: ciò significa che la crescita dell'azienda e il peso dei mezzi di terzi si muovono nella stessa direzione, seppur tale osservazione abbia una debole valenza.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Facendo uso del software econometrico Gretl, emerge che la significatività della correlazione viene confermata dai valori assunti sia del rapporto  $t$  (pari a 1,65666), sia del relativo  $p$ -value ( $p$ -value = 0,0989), ad un livello di significatività del 10%. Tali valori stanno a significare che la probabilità che il rapporto  $t$  appartenga alla distribuzione con media 0 (ossia che l'ipotesi nulla di assenza di correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia vera) non è nulla, ossia è pari a 9,89%. Ciò conferma che vi è correlazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, seppur debole, accettando una probabilità di errore del 9,89%.

La relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è stata, inoltre, quantificata mediante lo strumento della regressione lineare semplice. Impiegando la retta di regressione OLS (Ordinary Least Squares o metodo dei minimi quadrati) come metodo di stima della relazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, questo metodo di ottimizzazione ha permesso di individuare una funzione tramite la quale spiegare il suddetto fenomeno. La tabella seguente riporta i risultati della regressione lineare impiegando il modello OLS (Tabella 6.37).

Tab. 6.37 – La regressione lineare semplice tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto $t$	$p$ -value
Costante $\alpha$	0,703214	0,0177707	39,5716	<0,00001 ***
CAGR	0,131653	0,0756486	1,7403	0,08307 *

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

Fonte: elaborazione personale

La tabella riporta le stime della costante alfa e del coefficiente beta, accompagnate dall'errore standard della stessa. Il rapporto  $t$  e il  $p$ -value hanno permesso di valutare la significatività statistica dei parametri stimati. In particolare, le due ipotesi nulle che andiamo a testare disgiuntamente sono le seguenti:

- con riferimento alla costante: “la costante è nulla”, ossia essa non è statisticamente significativa;
- con riferimento al CAGR: “non esiste una relazione tra peso dei mezzi di terzi e crescita aziendale”.

Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto  $t$  e  $p$ -value.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Emerge che il rapporto  $t$  di 39,5716 per la costante è superiore al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un  $p$ -value del 5%, il quale costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla) e addirittura dell'1% (corrispondente ad un valore critico di 2,58), mentre il rapporto  $t$  per la crescita aziendale di 1,7403 è inferiore al suddetto valore critico di 1,96. Ne deriva che la costante è una variabile significativa per giustificare il peso dei mezzi di terzi (se si considera un  $p$ -value del 5%, ossia una significatività del 5%); al contrario, il CAGR è una variabile significativa per giustificare il peso dei mezzi di terzi soltanto se si considera una soglia più elevata del valore critico del  $p$ -value (ossia del 10%) (corrispondente ad un valore critico di 1,65). Inoltre, la variazione dell'1% del CAGR comporta un aumento dello 0,1316% dell'incidenza del peso dei mezzi di terzi.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, stimandola mediante il suddetto modello OLS (Tabella 6.38).

Tab. 6.38 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare semplice

Statistiche	Risultato
Media variabile dipendente	0,72446
Somma dei residui al quadrato	11,52344
SQM variabile dipendente	0,218542
Errore standard della regressione	0,217765
R-quadro	0,011168

Fonte: elaborazione personale

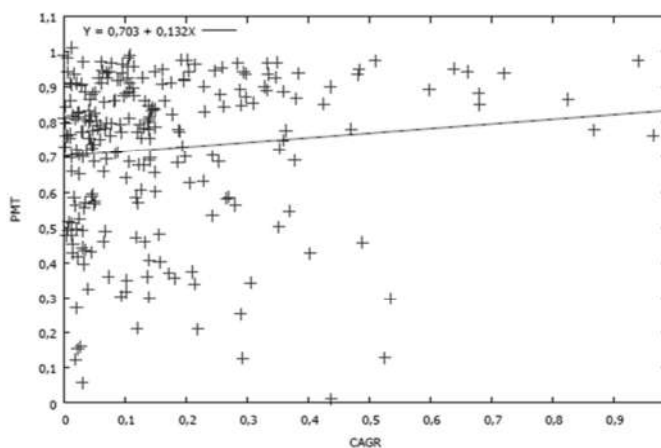
La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 154 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione, dopo aver escluso le outliers) è pari a 0,72446, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 72,45%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,218542, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (pari a 11,52344) e l'errore standard della regressione (0,217765), è stato possibile calcolare l'R-quadro (il cosiddetto coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,011168: ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale) che può essere giustificato dal modello di regressione lineare è pari all'1,1%. Ne consegue che la crescita aziendale non è l'unica variabile

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

utile a spiegare il ricorso dei mezzi di terzi da parte dell'azienda. Concludendo, la retta di regressione lineare avente come parametri la costante e il CAGR è in grado di spiegare solo l'1,1% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi); nello specifico, una variazione dell'1% della crescita aziendale induce un aumento del peso dei mezzi di terzi pari a 0,131%. Al contrario, il 99,87% della variabilità della variabile dipendente è attribuibile ai residui, ossia ad altri fattori differenti dal peso dei mezzi di terzi.

La suddetta regressione lineare semplice trova rappresentazione grafica nella figura seguente (Figura 6.30).

*Fig. 6.30 – La dispersione con la retta di regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale*



Fonte: elaborazione personale

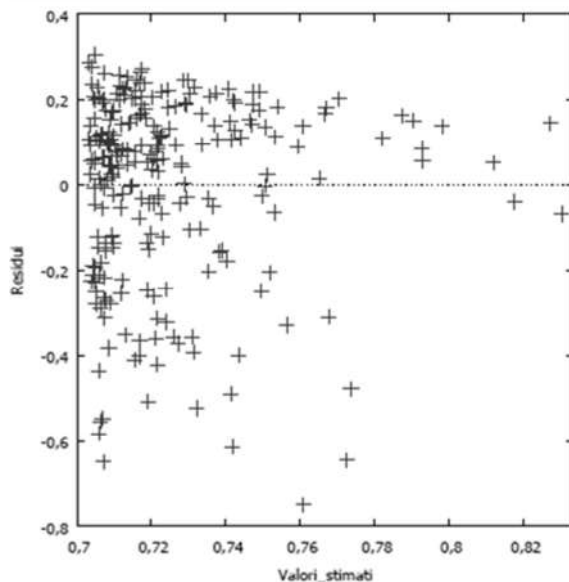
Dalla figura, emerge che la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale è positiva, individuata dalla retta. Emerge che, osservando le 245 osservazioni, vi è una dispersione significativa attorno alla retta di regressione lineare semplice: infatti, il peso dei mezzi di terzi è influenzato dalla crescita aziendale soltanto per l'1,1%. Si osserva, inoltre, che la maggior parte delle aziende (il 64%) si concentra in un'area caratterizzata da una crescita aziendale fino al 14,7%, così come il 56,73% delle aziende presenta un peso dei mezzi di terzi tra il 75% e il 97%.

Un metodo grafico utile per verificare la bontà del modello di regressione lineare semplice è quello di creare un grafico di dispersione che metta in relazione i residui del modello e i valori predetti (Figura 6.31).



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.31 – Dispersione tra i residui del modello e i valori stimati



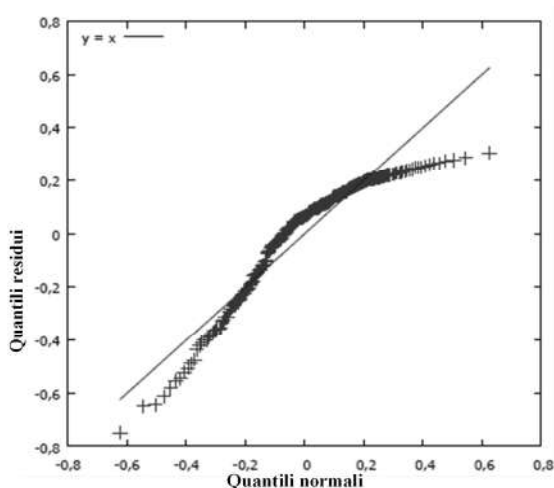
Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi del grafico emerge che la relazione tra residui e valori stimati non è omogenea attorno all'asse delle ascisse. Esistono, quindi, ulteriori fattori utili a spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi (in aggiunta alla crescita aziendale in termini del valore della produzione), che sono incorporati nei residui.

Uno dei criteri da tenere in considerazione affinché i risultati ottenuti nel campione di riferimento siano estendibili ad una realtà più vasta è la normalità della distribuzione dei residui. Nella presente analisi, la normalità dei residui è stata valutata mediante il grafico Q-Q Plot, che mette in relazione i quantili della normale con quelli dei residui emergenti dalla retta di regressione semplice (Figura 6.32).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Fig. 6.32 – Grafico Q-Q Plot per i residui della regressione lineare



Fonte: elaborazione personale

Dall'analisi dei residui effettuata mediante il grafico Q-Q Plot, emerge che la loro distribuzione non è normale, in quanto i puntini rossi non si sovrappongono alla retta. Inoltre, il test di normalità è uguale a 106,992, con un p-value di 0: ciò suggerisce di rifiutare l'ipotesi nulla di normalità dei residui.

Partendo da tali considerazioni, è stato necessario indagare altre variabili che influenzano il peso dei mezzi di terzi.

L'analisi fino a qui condotta dimostra quanto affermato nei capitoli precedenti, ossia che la crescita aziendale non è l'unica variabile ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi. Infatti, dall'analisi della regressione lineare sul campione di riferimento, emerge che essa concorre a determinare le variazioni del peso dei mezzi di terzi soltanto nella misura dell'1,1%: nello specifico, una variazione dell'1% della crescita aziendale induce un aumento del peso dei mezzi di terzi pari a 0,131% (che rappresenta il coefficiente  $\beta$  della regressione lineare). Il peso dei mezzi di terzi, quindi, è influenzato marcatamente anche da altre variabili.

Al fine di indagare ulteriormente l'andamento dei mezzi di terzi, si è voluto analizzare, all'interno del settore di riferimento e con riferimento alle aziende aventi una crescita superiore rispetto alla media del settore (primo e quarto quadrante), se la dimensione del fatturato dell'azienda possa essere un elemento rilevante in questa analisi (Tabella 6.39 e 6.40).

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Tab. 6.39 – Aziende Primo quadrante

Cluster fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	36	43,90%	21,40%	19,93%
10-50Mln	36	43,90%	26,62%	39,39%
50-100Mln	9	10,98%	25,07%	33,55%
100-200Mln	1	1,22%	7,97%	58,66%
200-250Mln	0	0%		
<b>Totale</b>	<b>82</b>	<b>100%</b>	<b>22,80%</b>	<b>35,30%</b>

Fonte: elaborazione personale

Tab. 6.40 – Aziende Quarto quadrante

Cluster Fatturato (Euro)	Aziende		CAGR	PMT
	N. aziende	%		
Inferiore a 10Mln	107	50,47%	27,85%	82,17%
10-50Mln	86	40,57%	22,85%	87,31%
50-100Mln	17	8,02%	22,03%	86,44%
100-200Mln	2	0,94%	10,02%	38,83%
200Mln-250Mln	0	0%		
<b>Totale</b>	<b>212</b>	<b>100,0%</b>	<b>22,75%</b>	<b>83,60%</b>

Fonte: elaborazione personale

In particolare, l'attenzione è stata riposta sulle piccole imprese (ossia quelle aventi fatturato tra 5 e 10 milioni di Euro) e sulle aziende di media dimensione (aventi un fatturato tra 10-50 milioni di Euro).

Con riferimento alle piccole aziende, esse sono maggiormente presenti nel quarto quadrante (50,47%), ossia quello avente sia una crescita superiore alla media sia un peso dei mezzi di terzi superiore alla media. Al contrario, le aziende con medie dimensioni sono maggiormente presenti nel primo quadrante (43,90%), ossia quello avente sia una crescita superiore alla media sia un peso dei mezzi di terzi inferiore alla media. Sembra che per le piccole aziende, rispetto alle aziende di medie dimensioni, la relazione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale sia maggiore.

Emerge che il modello impiegato che mette in relazione il peso dei mezzi di terzi con la crescita aziendale (anche clusterizzando il fatturato in dif-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

ferenti intervalli), pur avendo una sua efficacia informativa, potrebbe essere ulteriormente migliorato.

A tal fine, sono state individuate altre variabili (differenti dalla crescita aziendale in termini di Valore della produzione) che potessero influenzare il peso dei mezzi di terzi. In particolare, tali nuove variabili, che si aggiungono al CAGR, sono quelle illustrate nella metodologia. Le suddette variabili sono state relazionate al peso dei mezzi di terzi.

È stata applicata la bozza teorica del modello proposto che mette in relazione il peso dei mezzi di terzi con le suddette variabili, attraverso lo strumento econometrico della regressione lineare multipla. La tabella seguente contiene i risultati di applicazione di tale modello (Tabella 6.41).

Tab. 6.41 – La regressione lineare multipla tra il peso dei mezzi di terzi e le variabili considerate

	Coefficiente $\beta$	Errore standard	Rapporto t	p-value
CAGR	0,186919	0,144649	1,2922	0,19753
ANZ	0,00362912	0,00220621	1,645	0,1013
PI	0,498815	0,053268	9,3643	<0,00001 ***
MI	0,434632	0,0595896	7,2938	<0,00001 ***
Rdf	0,0363758	0,00779494	4,6666	<0,00001 ***
Clm	0,0160792	0,00507595	3,1677	0,00174 ***
CAGR <sub>k</sub>	0,195832	0,11284	1,7355	0,08395 *

Variabile dipendente: PMT

Errore standard robusti rispetto all'eteroschedasticità

Variante HC1

dove:

CAGR = crescita aziendale in termini di valore della produzione

ANZ = numero di anni dalla costituzione dell'azienda

PI = azienda di piccola dimensione

MI = azienda di media dimensione

Rdf = capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa

Clm = copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente

CAGR<sub>k</sub> = crescita aziendale in termini di capitale investito

Fonte: elaborazione personale

In particolare, le ipotesi nulle che sono state testare disgiuntamente sono quelle verificate nell'applicazione del modello al campione intero ed ai singoli settori precedentemente illustrati. Tali ipotesi nulle sono abbinate ai rispettivi rapporto t e p-value.

Emerge che il rapporto t [(valore della stima – valore sotto ipotesi nulla)/errore standard della stima] di 1,2922 per la crescita aziendale in termini

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

del Valore della produzione (CAGR), dell'1,645 per l'anzianità dell'azienda (ANZ), del 9,3643 per la variabile derivante dalla piccola dimensione dell'azienda (PI), del 7,2938 per la variabile derivante dalla media dimensione dell'azienda, del 4,6666 per la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa (RDf), del 3,1677 per l'indice di copertura delle immobilizzazioni (CIm), dell'1,7355 per la crescita del capitale investito (CAGR<sub>K</sub>), non è sempre superiore al valore critico di 1,96 (che corrisponde ad un p-value del 5%, il quale costituisce la soglia critica in funzione della quale si decide se accettare o rifiutare l'ipotesi nulla).

Ne deriva che soltanto alcune variabili utilizzate nel modello (la variabile della dimensione aziendale per fatturato, la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa, l'indice di copertura delle immobilizzazioni) sono significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi ad un livello di significatività del 5%. Un'altra variabile (la crescita del capitale investito) è significativa ad un livello di significatività del 10%. Altre variabili ancora (crescita aziendale e anzianità dell'azienda) non sono significative per spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi. In particolare, emerge quanto segue:

- la variazione dell'1% del CAGR comporta un aumento dello 0,19% del peso dei mezzi di terzi;
- l'aumento di un anno dell'anzianità dell'azienda comporta un aumento dello 0,36% del peso dei mezzi di terzi;
- l'essere una azienda di piccole dimensioni invece che un'azienda di medie dimensioni implica una differenza del 6,4% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione di 1 del RDf implica un aumento pari a 3,6% del peso dei mezzi di terzi;
- un aumento di 1 dell'indice di copertura delle immobilizzazioni comporta un aumento dell'1,6% del peso dei mezzi di terzi;
- la variazione dell'1% del CAGR<sub>K</sub> comporta un aumento dello 0,20% del peso dei mezzi di terzi.

Ne consegue che le variabili indipendenti utilizzate nel modello non sono tutte statisticamente significative a un livello di significatività del 10% (in particolare, non sono significative la crescita aziendale e l'anzianità dell'azienda), poiché i rispettivi rapporti t non sono tutti superiori alla soglia critica dell'1,65. La presenza di una relazione causa-effetto si verifica soltanto per alcune variabili significative considerando un livello di significatività del 5% (la variabile della dimensione aziendale per fatturato, la capacità di rimborso dei debiti finanziari con l'attività operativa, l'indice di copertura delle immobilizzazioni); per un'altra variabile (la crescita del ca-

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

pitale investito) la presenza di una relazione causa-effetto si verifica considerando un livello di significatività del 10%, mentre tale relazione non si verifica per la crescita aziendale e l'anzianità dell'azienda.

Dopo l'analisi di questi aspetti, è emersa la necessità di valutare l'efficacia della regressione lineare tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale, che è stata stimata mediante il suddetto modello OLS (Tabella 6.42).

Tab. 6.42 – La valutazione dell'efficacia della regressione lineare multipla

<b>Statistiche</b>	<b>Risultato</b>
Media variabile dipendente	0,72446
Somma dei residui al quadrato	17,69624
R-quadro	0,873815
SQM variabile dipendente	0,218542
Errore standard della regressione	0,272679
R-quadro corretto	0,870633
F (7, 2083)	376,761
P-value(F)	6,60E-125

Fonte: elaborazione personale

La media della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) emersa nell'ambito delle 245 osservazioni (ossia quelle derivanti dalle aziende del campione aventi crescita aziendale positiva, dopo aver escluso le outliers) è pari a 0,72446, ossia il peso dei mezzi di terzi è mediamente del 72,45%. Lo scarto quadratico medio (SQM) della variabile dipendente è pari a 0,218542, che rappresenta la variabilità delle singole osservazioni rispetto alla media della variabile dipendente del campione considerato. Considerando anche la somma dei residui al quadrato (17,69624) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, essa era pari a 11,52344, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla) e l'errore standard della regressione (0,272679) (si consideri che, nella regressione lineare semplice, essa era pari a 0,217765, ossia gli errori erano più contenuti rispetto alla regressione lineare multipla), è stato possibile calcolare l'R-quadro corretto (detto anche coefficiente di determinazione), che risulta pari a 0,870633. Ciò evidenzia che la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello di regressione lineare multipla è pari all'87,06% (mentre nel modello precedente, il peso dei mezzi di terzi veniva spiegato con il CAGR soltanto per l'1,1%).

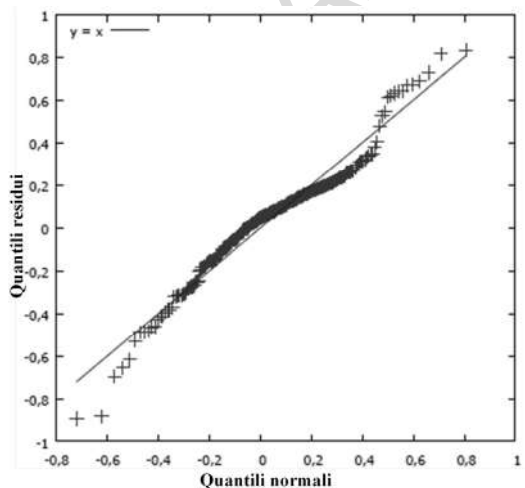
L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Concludendo, il nostro modello è in grado di spiegare l'87,06% della variabilità della variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi), accrescendo la sua efficacia informativa rispetto al modello della regressione lineare semplice.

Un altro parametro utile a valutare la bontà del modello è la statistica F, la quale verifica l'ipotesi nulla che le sette variabili indipendenti inserite nel modello siano pari a zero, ossia non siano in grado congiuntamente di spiegare il peso dei mezzi di terzi sul capitale acquisito. Si osserva che, in base al p-value ad essa correlata (p-value (F) = 0), si rifiuta la suddetta ipotesi nulla.

Ai fini valutativi del modello, è stato necessario condurre un'analisi sui residui che emergono dalla regressione lineare multipla. In particolare, è stato utile valutare la normalità degli stessi e la possibilità di osservare la correlazione tra i residui e le variabili indipendenti (la correlazione, infatti, indica l'esistenza di altri parametri utili a spiegare il peso dei mezzi di terzi). La valutazione della normalità dei residui è stata effettuata mediante il grafico Q-Q plot, il quale mette a confronto i quantili emersi da una normale con quelli della distribuzione dei residui (Figura 6.33).

Fig. 6.33 – Grafico Q-Q Plot dei residui della regressione multipla



Fonte: elaborazione personale

Si osserva che i quantili delle due distribuzioni, quella normale e quella dei residui, non si sovrappongono, cioè non è possibile generalizzare le considerazioni emerse in tale campione ad una realtà più ampia. In altri

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

termini, i residui non si atteggiano come una normale. Inoltre, il test di normalità condotto sui residui non comporta l'accettazione dell'ipotesi nulla di normalità a un livello di 5%, in quanto il relativo p-value è pari a  $3,0364e-005$ .

Concludendo, la relazione tra il peso dei mezzi di terzi ed una serie di variabili (quali la crescita aziendale in termini del valore della produzione, l'anzianità dell'azienda, la distinzione delle aziende in relazione al loro fatturato tra aziende di piccole dimensioni e aziende di medie dimensioni, la capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa, la copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente, nonché la crescita aziendale in termini di capitale investito) non permette di chiarire completamente l'andamento del peso dei mezzi di terzi. Infatti, in questo settore, tale relazione è spiegata per l'87,06%. Inoltre, la mancata verifica della normalità dei residui non permette di giungere a delle conclusioni che siano replicabili anche ad altri campioni. Emerge, pertanto, con riferimento al suddetto settore, la necessità di indagare ulteriori variabili in grado di motivare l'andamento del peso dei mezzi di terzi.

## **6.7. Discussione dei risultati e proposta del “modello definitivo”**

L'obiettivo del presente capitolo è stato quello di proporre e testare un modello generale di riferimento che evidenzia l'impatto di alcune variabili economico-aziendali (illustrate nella prima parte della ricerca) sul peso dei mezzi di terzi in una piccola e media impresa.

Applicando la teoria sistemica, un particolare fenomeno (ossia il ricorso ai mezzi di terzi) è stato analizzato in una duplice visione, indispensabile ai fini della bontà del modello proposto:

- in chiave orizzontale: è stata verificata la relazione intercorrente tra ogni variabile economico-aziendale e il peso dei mezzi di terzi;
- in chiave verticale: è stata verificata la relazione esistente tra le suddette variabili identificate. Nell'ambito della teoria sistemica, infatti, l'esistenza di tale relazione è fondamentale: infatti, l'azienda è intesa come un sistema di elementi, tra loro interconnessi e interrelati, che conferiscono unicità e unitarietà al sistema stesso.

L'indagine è stata effettuata in due momenti separati e distinti:

- sull'intero campione;
- separatamente per ogni settore economico.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

L'indagine orizzontale effettuata sull'intero campione è giudicata particolarmente significativa, grazie alla numerosità<sup>2</sup> dello stesso (2.885 aziende).

È emerso che, per la maggioranza delle aziende, la crescita ha stimolato un maggiore fabbisogno finanziario. Esso è stato soddisfatto in maniera rilevante con le fonti di finanziamento di origine esterna, determinando un maggior ricorso ai debiti verso l'esterno.

Al fine di indagare tale fenomeno, si è fatto ricorso allo strumento statistico della correlazione di Pearson. In particolare, è stata indagata la correlazione esistente tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale in termini di valore della produzione. È emerso che la crescita dell'azienda in termini di valore della produzione e il peso dei mezzi di terzi si muovono nella stessa direzione, seppur tale osservazione abbia una debole valenza.

È stato, pertanto, necessario impiegare altri strumenti econometrici al fine di valutare la relazione tra le due variabili.

Utilizzando lo strumento della regressione lineare semplice, è emerso che la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che viene influenzata dalla crescita aziendale in termini di valore della produzione è pari al 2,4%. Ne consegue che la crescita aziendale non è l'unica variabile utile a spiegare il ricorso ai mezzi di terzi da parte dell'azienda. Ciò conferma quanto emerso dall'analisi della letteratura, ossia che la crescita non è l'unico fattore ad influenzare il ricorso ai mezzi di terzi<sup>3</sup>. In aggiunta, una semplice relazione di causa-effetto tra una variabile indipendente (ossia la crescita aziendale) e una variabile dipendente (ossia il peso dei mezzi di terzi) non sarebbe esaustiva per illustrare un certo fenomeno aziendale; al contrario, esso deve essere considerato nell'ambito di un'ottica sistemica.

Ne consegue che il 97,6% della variabilità del peso dei mezzi di terzi è attribuibile ad altri fattori differenti dalla crescita aziendale. In aggiunta,

<sup>2</sup> M.G. Zoia, L. Barbieri (2012), *Complementi di econometria*, EDUCatt, Milano; J.H. Stock, M.W. Watson (a cura di) (2005), *Introduzione all'econometria*, Pearson Education, Milano.

<sup>3</sup> N. Miglietta (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, cit., pp. 80, 106; L. Becchetti, G. Trovato (2002), "The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance", *Small Business Economics*, 19, pp. 291-306; G. Fagiolo, A. Luzzi (2004), "Do Liquidity Constraints Matter in Explaining Firm Size and Growth? Some Evidence from the Italian Manufacturing Industry", *Sant'Anna School of Advanced Studies. Working Paper Series*, 8; S. Fazzari, G. Hubbard, B. Peterson (1988), "Financing Constraint and Corporate Investments", *Brooking Papers on Economic Activity*, 19, pp. 141-195; Y. Honjo, N. Harada (2006), "SME Policy, Financial Structure and Firm Growth: Evidence from Japan", *Small Business Economics*, 27, pp. 289-300; L. Lang, E. Ofek, R.M. Stulz (1996), "Leverage, Investment and Firm Growth", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 3-29.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

anche dall'analisi del grafico di dispersione tra i residui e i valori stimati, è emerso che esistono ulteriori fattori utili a spiegare l'andamento del peso dei mezzi di terzi (oltre alla crescita aziendale), che sono incorporati nei residui. Come ultimo, anche se tali considerazioni sono caratterizzate da un buon livello di significatività (pari all'1%), la non normalità dei residui impedisce di affermare che la relazione riscontrata nel campione tra il peso dei mezzi di terzi e la crescita aziendale possa essere generalizzata ad una realtà più ampia.

È stato, quindi, necessario indagare altre variabili che influenzano il peso dei mezzi di terzi.

A tal fine, è stato creato un modello che mette in relazione una serie di variabili indipendenti (in aggiunta alla crescita aziendale in termini di valore della produzione) con il peso dei mezzi di terzi, basato su una regressione lineare multipla. Tali variabili, individuate nella parte prima della ricerca, hanno trovato una applicazione empirica nella presente indagine. In particolare, tali variabili indipendenti sono state le seguenti:

- l'anzianità dell'azienda;
- la distinzione delle aziende a seconda dell'ampiezza del fatturato in aziende di piccole o di medie dimensioni;
- la valutazione della capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa;
- la capacità di copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente;
- la crescita del capitale investito.

È emerso che le suddette variabili economico-aziendali sono significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi.

Conducendo l'indagine in senso orizzontale, è emerso che la variabile più rilevante sull'andamento del peso dei mezzi di terzi è la capacità di rimborsare i debiti finanziari (Rdf). Nell'ambito di un campione vasto e composto da settori economici variegati, l'attitudine dell'azienda nel saper rimborsare parte dell'indebitamento finanziario attraverso l'EBITDA rappresenta una leva fondamentale che influenza la scelta consapevole dell'azienda di poter accrescere i debiti finanziari. Allo stesso tempo, tale capacità aumenta l'affidabilità finanziaria di un'azienda, influenzando positivamente la propensione dei soggetti finanziatori nei confronti della stessa.

Anche la dimensione aziendale in termini di fatturato (che permette una distinzione tra aziende di piccole dimensioni e aziende di medie dimensioni) (PI e MI) ha un peso rilevante nell'influenzare il peso dei mezzi di terzi. Infatti, tale variabile ha un differente impatto sull'entità del fabbisogno finanziario manifestato e, di conseguenza, sulla necessità di ricorrere a fonti

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

di finanziamento di origine esterna. In particolare, sia per le aziende di piccole dimensioni sia per quelle di medie dimensioni, l'incidenza della variabile dimensionale sul peso dei mezzi di terzi è dovuta alla necessità di poter disporre di nuove risorse finanziarie per accrescere le opportunità di business, le quali possono essere differenti a seconda delle dimensioni aziendali. Nel campione, sono le aziende di piccola dimensione a mostrare un maggior grado di indebitamento rispetto a quelle di medie dimensioni; ciò potrebbe essere dovuto a maggiori sforzi volti a raggiungere un certo livello dimensionale che sia funzionale ad affrontare la sfida competitiva.

Il modello proposto risulta statisticamente significativo a un livello di significatività del 5% (o anche dell'1%), che rappresenta una buona soglia di significatività dell'indagine, dimostrando l'esistenza di una relazione tra ogni singola variabile e il peso dei mezzi di terzi.

L'efficacia del modello suggerito basato sulla regressione lineare multipla è aumentata rispetto all'utilizzo della regressione lineare semplice. Infatti, tale modello è ora in grado di spiegare l'87,92% della variabilità del peso dei mezzi di terzi, dimostrando la sua efficacia informativa.

Conducendo l'indagine in senso verticale, è emersa l'interdipendenza tra le variabili impiegate nel modello, che rappresenta una condizione necessaria per affermare la bontà del modello proposto. Esso, infatti, permette di indagare un particolare fenomeno aziendale (ossia il peso dei mezzi di terzi) attraverso una serie di variabili economico-aziendali.

In conclusione, è possibile affermare che il peso dei mezzi di terzi è influenzato marcatamente da alcune variabili economico-aziendali individuate nel modello, quali: la crescita aziendale in termini del valore della produzione, l'anzianità dell'azienda, la distinzione delle aziende in relazione al loro fatturato tra aziende di piccole dimensioni e aziende di medie dimensioni, la capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa, la copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente, e la crescita aziendale in termini di capitale investito. Inoltre, le suddette variabili sono interdipendenti le une alle altre a sostegno della teoria sistemica.

Nonostante la bontà del modello, una parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) rimane non spiegata. I residui, infatti, potrebbero comprendere ulteriori variabili da considerare, al fine di motivare completamente l'andamento del peso dei mezzi di terzi. Ciò è giustificabile se si considerano le due componenti del modello di regressione lineare (semplice e multipla):

- con riferimento alla componente deterministica: la parte del fenomeno non giustificata è da attribuirsi ad una serie di variabili di natura quantitativa e qualitativa. Esse non sono state prese in considerazione

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

nella costruzione del modello, a causa dell'assenza di tale informativa nella banca dati impiegata, di cui si dirà nelle conclusioni del testo;

- con riferimento alla componente stocastica: occorre precisare che una parte del fenomeno rimarrebbe comunque imprevedibile. Tale componente è fisiologicamente non determinabile in qualsiasi modello di regressione.

Come ultimo, l'indagine della normalità dei residui ha permesso di affermare che i risultati derivanti dall'applicazione del modello all'interno campione possono essere generalizzati ad una realtà più vasta. Ne consegue una buona validità del modello, fermo restando le limitazioni legate alla componente deterministica ed a quella stocastica di un modello di regressione lineare.

Ripetendo l'indagine su ogni singolo settore, è emerso che il modello è in grado di spiegare una buona parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi). Ciò dimostra che la bontà del modello proposto emerge anche dall'applicazione dello stesso a campioni caratterizzati da una popolazione più ridotta.

Va precisato che, per alcuni settori, non tutte le variabili sono significative al 5% (o al 10%): ciò potrebbe essere legato a peculiarità specifiche di ogni settore, le quali hanno una ripercussione su singoli fondamentali di bilancio e, di conseguenza, sulle variabili economico-aziendali impiegate nel modello.

Tra i settori analizzati, il settore manifatturiero costituisce quello maggiormente rappresentativo all'interno del campione sotto il profilo della popolazione (68,44% del campione) (2.090 aziende). La numerosità dello stesso, oltre che la rappresentatività nell'ambito del tessuto economico italiano, ha comportato un certo interesse per l'indagine specifica. Anche l'elevata concentrazione degli investimenti, che lo rendono capital intensive e fonte di ingenti fabbisogni finanziari, rende particolarmente interessante verificare l'influenza di una serie di variabili indipendenti sul peso dei mezzi di terzi. Nell'indagine orizzontale, la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello proposto è pari all'89,73%. In particolare, è emerso che sia la crescita aziendale sia le altre variabili utilizzate nel modello sono risultate significative per giustificare il peso dei mezzi di terzi, con un livello di significatività del 5% (e dell'1%). La variabile più rilevante sull'andamento del peso dei mezzi di terzi è la capacità di rimborsare i debiti finanziari (RDf): essa costituisce un elemento determinante che impatta sulla scelta consapevole di incrementare l'indebitamento finanziario. A sua volta, anche l'affidabilità finanziaria di

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

un'azienda ne risulta migliorata, influenzando positivamente la propensione del sistema bancario e dei soggetti finanziatori nei confronti della stessa. Rispetto al campione intero, la variabile rappresentata dalla capacità di rimborsare i debiti finanziari (RDf) ha un'influenza maggiore nell'ambito del settore della manifattura. Ciò può essere dovuto alla marcata attenzione nel valutare l'attitudine di rimborsare i debiti in un settore che, più degli altri, è caratterizzato da una incidenza delle aziende fallite rispetto alle aziende totali<sup>4</sup>. Così come emerso dal campione completo, anche la dimensione aziendale in termini di fatturato ha un peso rilevante sull'influenzare il peso dei mezzi di terzi, in quanto tale variabile ha un impatto diretto sul fabbisogno finanziario. L'indagine verticale ha confermato il grado di interdipendenza tra le variabili considerate, a sostegno della teoria sistemica.

Gli altri settori analizzati sono meno rilevanti sotto il profilo della popolazione del campione, rispetto a quello della manifattura. Ciononostante, è stato utile testare il modello proposto al fine di verificare la sua validità anche con un campione più ridotto.

Anche per il settore della Logistica e trasporti (che rappresenta il 5,66% del campione), il modello ha fatto emergere una relazione tra le variabili indipendenti e il peso dei mezzi di terzi. In particolare, la parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello è pari all'87,59%. Le suddette considerazioni sono significative al 5% (ma anche all'1%), fatta eccezione che per la crescita aziendale del capitale investito che è significativa al 10%.

Nel settore ICT (5,48% del campione), il modello ha fatto emergere una relazione tra le variabili indipendenti e il peso dei mezzi di terzi. La parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello proposto è pari all'88,35%. Le suddette considerazioni sono significative al 5% per la maggior parte delle variabili indipendenti (tranne l'indice di copertura delle immobilizzazioni).

Nel settore dei Servizi alle imprese (4,35% del campione), il modello ha fatto emergere una relazione tra le variabili indipendenti e il peso dei mezzi di terzi. La parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello proposto è pari all'87,23%. Le suddette considerazioni sono significative all'1% per la maggior parte delle variabili indipendenti (tranne la crescita aziendale, la crescita aziendale del capitale investito, e l'indice di copertura delle immobilizzazioni). Si consideri, infatti,

<sup>4</sup> Elaborazione dati Aida, archivio "Società fallite" contenente le informazioni economico-finanziarie sulle aziende fallite.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

che tale settore è labour intensive; ne consegue una minore incidenza del capitale investito, così come una minore rilevanza nel giudicare la copertura del capitale investito a medio/lungo termine.

Per il settore Alloggi e ristorazione (1,57% del campione), il modello ha fatto emergere una relazione tra le variabili indipendenti e il peso dei mezzi di terzi. La parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) che può essere giustificata dal modello di regressione lineare multipla è pari all'87,16%. Tale modello suggerito è significativo all'1% nel giudicare l'influenza di una serie di variabili indipendenti sul peso dei mezzi di terzi (quali la capacità di rimborsare i debiti finanziari e la dimensione aziendale).

Soltanto per il settore Attività professionali e scientifiche (9,62% del campione) e per quello Immobiliare (4,33% del campione), è emersa l'assenza di normalità dei residui e, quindi, le risultanze derivanti dall'applicazione del modello non possono essere estese ad una realtà più vasta. Ciò potrebbe essere dovuto a specificità tipiche di tali settori, che renderebbero necessaria una rivisitazione delle variabili contemplate nel modello di regressione lineare multipla.

Per tutti gli altri settori analizzati, l'indagine verticale ha confermato il grado di interdipendenza tra le variabili considerate, a sostegno della teoria sistemica.

In relazione alle risultanze dell'analisi empirica, è stato possibile delineare un "modello definitivo" che evidenzia l'impatto di una serie di variabili economico-aziendali sul peso dei mezzi di terzi. Tale modello definitivo deriva dall'adeguamento del contenuto informativo della bozza teorica del modello precedentemente elaborata. Questo adeguamento è dovuto alla presenza delle due componenti di un qualsiasi modello di regressione lineare, che limitano, in parte, l'efficacia dello stesso:

- la componente deterministica: essa è prevedibile ed è collegata ad una serie di variabili indipendenti giudicate significative per spiegare un certo fenomeno. La parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) non spiegata è da attribuirsi ad una serie di variabili di natura quantitativa e qualitativa non considerate nella costruzione del modello. Ciò è causato dall'assenza di tale informativa nella banca dati impiegata (di cui si dirà nelle conclusioni);
- la componente stocastica: essa è riferita ai residui ed è imprevedibile, ossia normalmente non è stimabile e si verifica casualmente. Con riferimento a questa parte, la bontà del modello si giudica se, nei residui, è nulla la probabilità di esistenza di altre variabili indipendenti rilevanti non precedentemente considerate.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Il modello definitivo proposto, basato sulla regressione lineare multipla, è il seguente (fermo restando la limitatezza informativa dovuta alle due componenti tipiche di un modello di regressione lineare):

$$\text{PMT} = \beta_1 \text{CAGR} + \beta_2 \text{CAGR}_K + \beta_3 \text{PI} + \beta_4 \text{MI} + \beta_5 \text{RDf} + \beta_6 \text{CIm} + \beta_7 \text{ANZ} + \varepsilon$$

dove:

$\beta_i$  = rapporto tra la covarianza (esistente tra la variabile dipendente (PMT) e la variabile indipendente  $i$ -esima, con  $i$  che va da 1 a 7, riferendosi rispettivamente a CAGR,  $\text{CAGR}_K$ , PI, MI, RDf, CIm, ANZ) e la varianza della variabile indipendente  $i$ -esima. Essa misura la variazione ottenuta dal peso dei mezzi di terzi (PMT) a seguito di una variazione di una unità della rispettiva variabile indipendente;

$\varepsilon$  = termine d'errore, pari alla differenza tra valore effettivo osservato e quello previsto dal modello ( $\text{PMT} - (\beta_1 \text{CAGR} + \beta_2 \text{CAGR}_K + \beta_3 \text{PI} + \beta_4 \text{MI} + \beta_5 \text{RDf} + \beta_6 \text{CIm} + \beta_7 \text{ANZ})$ ). Questo termine d'errore viene altresì definito "residuo";

$i = 1 \dots 7$  = singola variabile indipendente (CAGR,  $\text{CAGR}_K$ , PI, MI, RDf, CIm, ANZ).

Sostanzialmente, il modello definitivo rispecchia la bozza teorica dello stesso. In aggiunta, però, viene rimarcata la limitazione dello stesso, a causa delle due componenti (quella deterministica e quella stocastica) di un qualsiasi modello di regressione.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## CONCLUSIONI

L'azienda di piccole e medie dimensioni genera un determinato fabbisogno finanziario. Esso può essere soddisfatto facendo ricorso a differenti tipologie di fonti di finanziamento, tra le quali quelle di origine esterna.

Nell'ambito della trattazione teorica, la quantificazione del suddetto fabbisogno finanziario è risultata indispensabile per "pesare" il nesso esistente tra il fabbisogno ed il ricorso ai mezzi di terzi. Inoltre, essa ha permesso di individuare le variabili, di natura endogena ed esogena, che maggiormente influenzano il fabbisogno finanziario. Allo stesso tempo, un'analisi qualitativa del fabbisogno finanziario è stata utile per esprimere un giudizio sul collegamento esistente tra il fabbisogno finanziario e il ricorso ai mezzi di terzi.

Al fine di relazionare le scelte di investimento con quelle di finanziamento, è stato necessario analizzare il binomio "fonti-impieghi", focalizzando l'attenzione sul ricorso ai mezzi di terzi.

La trattazione teorica ha contribuito ad individuare alcune variabili economico-aziendali che influenzano il ricorso ai mezzi di terzi.

Nella parte empirica del lavoro, è stato creato un modello di riferimento che analizza l'influenza di alcune variabili economico-aziendali sul peso dei mezzi di terzi. Le variabili impiegate nel modello derivano dalla trattazione teorica della problematica, effettuata nella prima parte del lavoro.

La creazione del suddetto modello di riferimento è stata ispirata dalla teoria sistemica, condivisa nel presente lavoro. Nello specifico, l'azienda è stata intesa come un sistema, le cui componenti sono tra loro interdipendenti e concatenate da una fitta rete di relazioni. Pertanto, anche ogni singolo fenomeno aziendale (in questo caso, il peso dei mezzi di terzi) deve essere inteso come il frutto di un concatenarsi di cause e variabili, tra loro collegate.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Sarebbe stato, al contrario, altamente riduttivo voler delineare una serie di semplici relazioni di causa-effetto tra due variabili: la prima indipendente (di natura economico-aziendale) e l'altra dipendente (rappresentata dal peso dei mezzi di terzi).

Dall'indagine empirica, è emerso che, per la preponderanza delle aziende dell'intero campione, la crescita ha stimolato un maggiore ricorso ai mezzi di terzi. Ciò ha determinato una variazione nella struttura finanziaria dell'azienda a favore dei debiti verso l'esterno.

Ciononostante, la crescita aziendale non può essere considerata l'unica variabile utile a spiegare il ricorso ai mezzi di terzi da parte dell'azienda, così come già precedentemente emerso nella prima parte del lavoro. Ne consegue l'esigenza di individuare più variabili economico-aziendali che influenzano il peso dei mezzi di terzi. Con riferimento alle stesse, diventa necessario indagare le complesse relazioni esistenti tra queste variabili economico-aziendali e il peso dei mezzi di terzi, difficilmente spiegabili attraverso delle semplici relazioni di causa-effetto.

A tal fine, è stato creato un modello generale di riferimento (basato su una regressione lineare multipla) che mette in relazione alcune variabili di natura economico-aziendale (in aggiunta alla crescita aziendale) con il peso dei mezzi di terzi. L'individuazione di tali variabili ha preso spunto dalla trattazione teorica effettuata nella prima parte, nella quale sono stati individuati alcuni elementi di incidenza del fabbisogno finanziario dell'azienda. Le suddette variabili impiegate nel modello sono state le seguenti:

- l'anzianità dell'azienda: il numero degli anni dalla sua costituzione può influenzare la manifestazione del fabbisogno finanziario. Tale considerazione deriva dal presupposto che le aziende giovani hanno una maggiore necessità di effettuare nuovi investimenti e, di conseguenza, manifestano considerevoli necessità finanziarie;
- la distinzione delle aziende a seconda dell'ampiezza del fatturato: la dimensione aziendale in termini di fatturato può influenzare l'operatività aziendale, impattando sul fabbisogno finanziario manifestato dall'azienda. Ciò può condizionare l'approccio di appagamento di tale fabbisogno, rendendo necessaria una distinzione tra aziende di piccole dimensioni e aziende di medie dimensioni;
- la valutazione della capacità dell'azienda di rimborsare i debiti finanziari con l'attività operativa: la scelta di finanziarsi con fonti di provenienza esterna può essere, altresì, condizionata dall'attitudine dell'attività operativa nel rimborsare i debiti finanziari, affinché vi sia capacità di rimborsare parte dei debiti finanziari mediante forza propria. Tale attitudine rappresenta un elemento determinante: esso

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

impatta sia sulla scelta consapevole di aumentare l'indebitamento finanziario, sia sul grado di affidabilità finanziaria di un'azienda nei confronti dei soggetti finanziatori;

- il grado di copertura delle immobilizzazioni con il capitale permanente: in ogni scelta di finanziamento, è rilevante il mantenimento di un equilibrio tra gli investimenti immobilizzati e il capitale permanente, affinché vi sia una corrispondenza temporale tra impieghi e fonti nel medio/lungo periodo;
- la crescita del capitale investito: la scelta di investire in azienda, nel suo complesso, arreca un certo fabbisogno finanziario. Esso può avere una ripercussione anche sul ricorso ai mezzi di terzi utili per fronteggiare tali investimenti.

Il modello proposto basato sulla regressione lineare multipla è stato applicato all'intero campione, giudicato sufficientemente rappresentativo grazie alla sua popolazione (3.706 aziende). Osservando i risultati derivanti dalla suddetta applicazione, è emersa la bontà del modello stesso. Esso è stato in grado di spiegare l'87,92% della variabilità del peso dei mezzi di terzi in relazione ad una serie di variabili di natura economico-aziendale.

Inoltre, è emerso che tali variabili sono tra di loro concatenate, in modo coerente con quanto espresso dalla condivisa teoria sistemica. Tale interdipendenza riflette, di fatto, la vita reale dell'azienda.

Dall'osservazione dei residui del modello, è emerso che esistono ulteriori variabili da considerare al fine di motivare completamente l'andamento del peso dei mezzi di terzi. La parte del fenomeno indagato (ossia il peso dei mezzi di terzi) che non trova spiegazione nel modello è legata alle suddette componenti che caratterizzano ogni modello di regressione lineare (sia semplice sia multipla):

- a) la componente deterministica: la parte del fenomeno non giustificata dal modello può essere legata ad una serie di variabili quantitative e qualitative, che non sono state considerate nella costruzione del modello a causa dell'assenza di tale informativa nella banca dati impiegata:
  - variabili quantitative: esse possono essere riconducibili ad una serie di fattori, i quali richiedono determinati sforzi finanziari in carico all'azienda. Nell'ambito delle suddette variabili quantitative, si colloca la quota di mercato, attuale e quella potenziale, il cui raggiungimento potrebbe rafforzare la posizione competitiva sul mercato. Il raggiungimento più rapido degli obiettivi commerciali in termini di quote di mercato richiede all'azienda di saper agire rapidamente, affinché essa possa anticipare i competitor. Tale

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

obiettivo commerciale produce un certo fabbisogno finanziario e, di conseguenza, la necessità di finanziarsi.

Allo stesso tempo, anche il grado di diversificazione è un fattore rilevante che influenza le necessità finanziarie: ogni tipologia di attività economica potrebbe richiedere sia un bagaglio allargato di competenze sia di una serie di fattori produttivi di differente natura. L'approvvigionamento degli stessi arreca un determinato fabbisogno finanziario, che viene soddisfatto con una mirata struttura finanziaria sotto il profilo delle fonti;

- variabili qualitative: esse potrebbero essere utili per spiegare una parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi). Tra queste, si colloca il grado di soddisfazione della clientela e del personale. Al fine di aumentare il grado di soddisfazione della clientela, l'azienda deve offrire una appagante gamma produttiva, oltre ad una serie di servizi e privilegi sia durante la fase di contatto del consumatore con l'universo del brand sia nel post-vendita. Ciò comporta la necessità di investire sulla relazione con la clientela, influenzando il proprio fabbisogno finanziario.

Con riferimento alla soddisfazione del personale, il capitale umano operante in azienda rappresenta un fattore produttivo indispensabile al pari di altri input utilizzati nel processo produttivo. Un coinvolgimento del personale alla vita aziendale e ai risultati conseguiti dall'azienda comporta un maggiore attaccamento, generando una relazione duratura che diventa propulsore di nuova utilità futura. A tal fine, il personale deve essere fortemente motivato e addestrato, con l'obiettivo di trasformarlo in una sorte di *trait d'union* tra l'azienda e la clientela. La formazione e valorizzazione del personale rappresenta un investimento per l'azienda e, come tale, crea un fabbisogno finanziario da soddisfare;

- b) la componente stocastica (o imprevedibile): una parte del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) rimane comunque imprevedibile, poiché fisiologica di ogni modello di regressione lineare (sia semplice sia complesso).

Come ultimo, dall'indagine della normalità dei residui, è emerso che il modello proposto presenta una buona efficacia informativa, ossia esso è applicabile ad una realtà più vasta. Ciò è valido, fermo restando le limitazioni relative alle due componenti della regressione lineare.

Applicando il modello proposto ad ogni singolo settore del campione, è emerso che esso è in grado di spiegare una buona parte del fenomeno (ossia il

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

peso dei mezzi di terzi). Ciò dimostra la bontà del modello proposto, anche applicando lo stesso a campioni caratterizzati da una popolazione più ridotta.

Per alcuni settori, non tutte le variabili del modello sono significative al 5% (o al 10%): ciò potrebbe essere legato a peculiarità specifiche di ogni settore le quali, influenzando alcuni fondamentali di bilancio, arrecano un impatto sulle variabili economico-aziendali impiegate nel modello.

Tale lavoro si caratterizza per una serie di implicazioni teoriche e pratiche. Per quanto concerne le implicazioni teoriche, lo sforzo è stato quello di creare un modello generale di riferimento che spiegasse l'andamento di un fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi) attraverso una serie di variabili di natura economico-aziendale, tra di loro interdipendenti a sostegno della teoria sistemica. Inoltre, il modello suggerito è stato testato secondo due modalità differenti: la prima ha voluto privilegiare la numerosità del campione, attraverso l'applicazione del modello ad un elevato numero di aziende operanti in settori molteplici e variegati; la seconda ha voluto sia privilegiare la rilevanza settoriale, sia verificare la bontà del modello ad un campione più ridotto.

Le implicazioni pratiche sono legate alla possibilità, per il management e la proprietà, di valutare l'effetto di una serie di decisioni sul peso dei mezzi di terzi. Ciò può favorire una maggiore consapevolezza in merito ad alcune scelte di gestione, dal momento che esse hanno un impatto sulla struttura finanziaria dell'azienda e, nello specifico, anche sul ricorso ai mezzi di terzi.

L'efficacia del modello suggerito è stata sopra dimostrata. Ciononostante, tale indagine si caratterizza per una serie di limitazioni legate alla metodologia utilizzata:

- con riferimento alla parte deterministica del modello, non sono state prese in esame alcune variabili nella spiegazione del fenomeno (ossia il peso dei mezzi di terzi), di natura quantitativa e qualitativa. Ciò è dovuto all'assenza di tale informativa nella banca dati impiegata;
- con riferimento alla parte stocastica del modello, si è detto che nei residui potrebbero essere contemplate delle variabili indipendenti non considerate. Ciononostante, tale fatto non è giudicabile una limitazione in senso stretto, poiché la presenza dei residui è fisiologica, ossia imprevedibile e non stimabile in qualsiasi modello;
- con riferimento agli strumenti econometrici impiegati, è stata verificata l'esistenza di una relazione lineare tra le variabili indipendenti e la variabile dipendente. Al contrario, in questa fase della ricerca, non sono stati impiegati altri strumenti econometrici che avrebbero potuto verificare l'esistenza di una relazione non lineare tra le variabili indipendenti e la variabile dipendente.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

## BIBLIOGRAFIA

- A. Lai (2004), "Un modello interpretativo del sistema aziendale", in A. Tessitore e A. Lai (a cura di), *Profili competitivi, organizzativi ed economico-finanziari di imprese agro-alimentari: casi e problemi*, FrancoAngeli, Milano.
- AA.VV. (1998), *Ricordo di Giovanni Ferrero*, Giuffrè, Milano.
- AA.VV. (2010), *Guida M&A e private equity 2010*, Le Fonti, Milano.
- Airoldi G., Brunetti G. e Coda V. (1989), *Corso di Economia aziendale*, il Mulino, Bologna.
- Airoldi G., Brunetti G. e Coda V. (1994), *Economia aziendale*, il Mulino, Bologna.
- Airoldi G., Brunetti G. e Coda V. (2005), *Corso di Economia aziendale*, il Mulino, Bologna.
- Akdal S. (2011), *How do firm characteristics affect capital structure? Some UK evidence*, Working Paper, March. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1775706>.
- Akerlof G. (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 488-500.
- Alchian A.A., Demsetz H. (1972), "Production, information costs and economic organization", *The American Economic Review*, 65 (5), pp. 777-795.
- Allegrini M. (2003), *L'informativa di periodo nella comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè, Milano.
- Allegrini M. (2008), "Lo studio dei flussi di cassa", in Danovi A., Quagli A. (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano.
- Amaduzzi A. (1949), *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio di esercizio*, Cacucci, Bari.
- Amaduzzi A. (1949), *Il sistema dell'impresa nelle condizioni prospettive del suo equilibrio*, Signorelli, Roma.
- Amaduzzi A. (1963), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino.
- Amaduzzi A. (1967), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino.
- Amaduzzi A. (1968), *Manuale di contabilità aziendale*, Utet, Torino.
- Amaduzzi A. (1972), "Il sistema aziendale ed i suoi sottosistemi", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 72 (1), pp. 3-13.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Amaduzzi A. (1974), "I limiti dello sviluppo economico-aziendale", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 74 (1), pp. 3-15.
- Amaduzzi A. (1976), *I bilanci di esercizio delle imprese*, Utet, Torino.
- Amaduzzi A. (1978), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino.
- Amaduzzi A. (1986), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Utet, Torino.
- Amaduzzi A. (1993), *Manuale di Economia aziendale*, Cacucci, Bari.
- Amaduzzi A. e Paolone G. (1986), *I bilanci di esercizio delle imprese*, 4<sup>a</sup> edizione, Utet, Torino.
- Amietta P.L. (1988), "La comunicazione nelle organizzazioni", *L'Impresa*, 2.
- Amigoni F. (1991), "La comunicazione interna come strumento di management", in AA.VV., *La comunicazione: strumento di management per le imprese complesse*, Egea, Milano.
- Amodeo D. (1969), "Il bilancio delle società per azioni come strumento di informazione", in AA.VV., *Scritti in onore di Giordano Dell'Amore*, Giuffrè, Milano.
- Andrei P. (1996), "La prevenzione dei dissesti aziendali: alcuni spunti di riflessione", in AA.VV., *Crisi di impresa e procedure concorsuali*.
- Andrei P. (2003), "La struttura e il contenuto del bilancio di esercizio", in Andrei P., Azzali S., Fellegara A.M., Orlandoni E., *Il bilancio di esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Andrei P., Azzali S., Fellegara A. e Orlandoni E. (2000), *Il bilancio d'esercizio d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Anselmi L. (a cura di) (1996), *L'equilibrio economico nelle aziende sanitarie*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- Ansoff I.H. (1974), *La strategia d'impresa*, FrancoAngeli, Milano.
- Antonelli V. (2001), *Andamenti e valori nel sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino.
- Appio C.L. (2013), *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Cacucci, Bari.
- Arcari A. (2004), *Prevenire la crisi e gestire il turnaround nelle PMI attraverso le analisi economiche*, Università degli Studi dell'Insubria, Varese.
- Arcelli M. (1994) "Il finanziamento delle piccole e medie imprese: situazione attuale e prospettive", *Economia italiana*, 3.
- Ardemani E. (1991), *L'impresa. Economia, controllo e bilancio*, vol. III, *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano.
- Arlotta C., Bertoletti F., Boccia A., Negozio E. C., Pesaro C. e Venturini G. (2012), *Elite ed AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale per valorizzare e sostenere le PMI italiane*, FrancoAngeli, Milano.
- Arlotta C., Bertoletti F., Boccia A., Negozio E.C., Pesaro C. e Venturini G. (2006), *Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia*, Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, Quaderno n. 35, Milano.
- Arlotta C., Boccia A., Negozio E. C., Dal Maso L., Imparato A., Liberatore G., Pappalardo G., Parente F., Pasquetti L., Prati G., Renoldi G., Venturini G. e

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Virgilio F.P. (2013), *Incentivi per favorire la quotazione delle pmi sui mercati internazionali e in Italia*, FrancoAngeli, Milano.
- Avi M.S. (1990), *Il bilancio come strumento di informazione verso l'esterno*, Cedam, Padova.
- Avi M.S. (1995), *Gli aspetti contabili delle imprese alberghiere*, Giappichelli, Torino.
- Azzali S. (1996), *Il sistema delle informazioni di bilancio delle aziende di produzione*, Giuffrè, Milano.
- Azzini L. (1962), *Le situazioni d'impresa investigate nella dinamica economica delle produzioni*, Vol. I, Giuffrè, Milano.
- Azzini L. (1982), *Istituzioni di Economia d'Azienda*, 2<sup>a</sup> edizione, Giuffrè, Milano.
- Baginski S.P. e Hassel J.M. (2004), *Management decision and financial accounting reports*, Thomson South-Western, Mason.
- Balloni V. (1984), "Riflessioni sulle politiche industriali per la crescita della piccola impresa", in AA.VV., *Introduzione alla finanza delle piccole e medie imprese*, Unicopli Universitaria, Milano.
- Banca Centrale Europea (2014), "SME Access to Finance in the Euro Area: Barrier and potencial policy remedies", *Bollettino della Banca Centrale Europea*, luglio.
- Banca Intesa (2000), *Le piccole e medie imprese italiane. Un'analisi sui dati di bilancio*, FrancoAngeli, Milano.
- Bandettini A. (1987), *Finanza aziendale. Le fonti*, Cedam, Padova.
- Bandettini A. (1997), "Il ruolo del bilancio di esercizio nel processo comunicazionale d'azienda", in AA.VV., *Scritti di Economia Aziendale in memoria di Raffaele d'Oriano*, Cedam, Padova.
- Barca F. (1988), *La dicotomia dell'industria italiana, le strategie delle piccole e delle grandi imprese in un quindicennio di sviluppo economico*, Atti del seminario "Ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese", Banca d'Italia, Roma, 2, pp. 7-122.
- Bastia P. (1989), *Il bilancio d'impresa*, Clueb, Bologna.
- Bastia P. (1995), *Il bilancio d'impresa*, Giappichelli, Torino.
- Bastia P. (1996), *Pianificazione e controllo dei risanamenti aziendali*.
- Bastia P. (2009), *Principi di economia aziendale*, Cedam, Padova.
- Becchetti L. and Trovato G. (2002), "The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance", *Small Business Economics*, 19, pp. 291-306.
- Becchetti L. e Trovato G. (2002), "The Determinants of Growth for Small and Medium Sized Firms. The Role of the Availability of External Finance", *Small Business Economics*, 19, pp. 291-306.
- Belli M., Facile E. e Medioli G. (2013), *Credito per le PMI. Come farsi finanziarie l'azienda dalle banche*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- Beretta Zanoni A. (1999), *Pianificazione, controllo e bilancio del valore*, Giuffrè, Milano.
- Beretta Zanoni A. (2008), *Strategia aziendale*, Cedam, Padova.
- Bergamin Barbato M. (1974), "Il valore segnaletico degli indici di bilancio in rapporto ai criteri seguiti per la loro determinazione", in Coda V., Brunetti G. e

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Bergamin Barbato M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano.
- Berger A. and Udell G. (1988), "The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle", *Journal of Banking and Finance*, 22, pp. 613-673.
- Berger A.N. and Udell G.F. (1995), "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance", *Journal of Business*, 68 (3), pp. 351-381.
- Bernstein L. and Wild J.J. (1998), *Financial Statement Analysis*, McGraw-Hill, New York.
- Bertinetti G. (1996), *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano.
- Bertini U. (1977), *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*, Seu, Pisa.
- Bertini U. (1990), *Il sistema d'azienda*, Giappichelli, Torino.
- Bertini U. (1991), "Strategie di sviluppo interno e forme organizzative", in Gozzi A. (a cura di), *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali*, Etas, Milano.
- Besta F. (1922), *La Ragioneria*, vol. I, Vallardi, Milano.
- Bianchi Martini S. (2006), *Introduzione all'analisi strategica dell'azienda*, Il Borghetto, Pisa.
- Bianchi Martini S. e Quagli A. (1998), "I processi di finanziamento", in Marchi L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- Bianchi S. (1997), "La comunicazione economico-finanziaria nelle operazioni straordinarie d'impresa", in E. Corvi, *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano.
- Bianchi T. (1975), "La finanza aziendale", in Ardemani E. (a cura di), *Manuale di Amministrazione Aziendale*, Isedi, Milano.
- Boldizzoni D. e Serio L. (a cura di) (1996), *Il fenomeno piccola impresa: una prospettiva pluridimensionale*, Guerini e Associati, Milano.
- Boldizzoni D., Mariani M. e Signorelli S. (1993), *Strategie di sviluppo dell'impresa minore. Modelli di crescita e politiche di influenza*, Guerini e Associati, Milano.
- Bompani A. e Catelani E. (2012), *Project Bond & Commercial paper*, FrancoAngeli, Milano.
- Bonato L. e Faini R. (1990), "Le scelte di finanziamento delle imprese in Italia", in V. Conti, R. Hamaui (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, il Mulino, Bologna.
- Bonato L., Hamaui R. e Ratti M. (1991), *Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?*, Banca Commerciale Italiana, Collana ricerche, R91-18.
- Borgonovi E. (1990), "Il comportamento economico della persona", in Borgonovi E. (a cura di), *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*, Egea, Milano.
- Bott A. and Thakor A.V. (1994), "Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game", *International Economic Review*, 35 (4), pp. 899-920.
- Bozzolan S. (2001), *Bilancio e valore*, McGraw-Hill, Milano.
- Bradley M., Jarrell G.A. and Kim E. H. (1984), "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, 39 (3), pp. 857-878.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Branciarri S. (2003), "Integrazione e differenziazione della comunicazione economico-finanziaria verso gli stakeholder internazionali", in S. Branciarri (a cura di), *La comunicazione economico-finanziaria degli intermediari finanziari*, FrancoAngeli, Milano.
- Brealey R. e Myers S. (1990), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- Brealey R.A. e Myers S.C. (1988), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- Brealey R.A., Myers S.C. e Sandri S. (1999), *Principi di finanza Aziendale*, 3<sup>a</sup> edizione, McGraw-Hill, Milano.
- Brugger G. (1975), *La funzione finanziaria nell'impresa*, FrancoAngeli, Milano.
- Brugger G. (1982), "Le decisioni finanziarie", in Pivato G. (a cura di), *Trattato di finanza aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Brunetti G. (1977), "Gestione delle risorse finanziarie", in AA.VV., *Crisi di impresa e sistemi di direzione*, Etas Libri, Milano.
- Brunetti G. (1983), "Il governo delle risorse finanziarie: il modello dello sviluppo sostenibile", *Banche e Banchieri*, 10(ottobre).
- Brunetti G. (1986), *Contabilità e bilancio di esercizio*, Libreria Universitaria Editrice, Milano.
- Brunetti G. (1995), "Le riclassificazioni delle sintesi di bilancio", in Brunetti G., Coda V. e Favotto F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano.
- Brunetti G., Coda V. e Favotto F. (1984), *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas Libri, Milano.
- Brunetti G., Coda V. e Favotto F. (1990), *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano.
- Bruni A. (1961), *Origine e scopi del bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Bruni G. (1979), *Le strutture di bilancio*, Isedi, Milano.
- Bruni G. (1996), *Revisione aziendale*, Utet, Torino.
- Brusa L. (1986), *Strutture organizzative d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Brusa L. (2000), *Sistemi manageriali di programmazione e controllo*, Giuffrè, Milano.
- Busetta G. e Presbitero A. F. (2008), "Confidi, piccole imprese e banche: un'analisi empirica", in Zazzaro A., *I vincoli finanziari alla crescita delle imprese*, Carocci, Roma.
- Calcagnini G. (1992), "Asymmetric information and small business financing", *Piccola Impresa/Small Business*.
- Caldarelli A. (2003), *ABM e Benchmarking*, Giappichelli, Torino.
- Campebelli B. (1990), *Principi di bilancio in Europa*, Giappichelli, Torino.
- Campebelli B. (1998), *Analisi aziendale: strumenti concettuali, metodologici e di valutazione dell'impresa*, Giappichelli, Torino.
- Canals J. (2001), "How to think about corporate growth?", *European Management Journal*, 19 (6), pp. 587-598.
- Capaldo P. (1967), *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Capaldo P. (1975), "Qualche riflessione sull'informazione esterna d'impresa", *Rivista dei dottori commercialisti*, 2.
- Capaldo P. (1998), *Reddito, capitale e bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Caramiello C. (1989), *Indici di bilancio*, Ipsoa, Milano.
- Caramiello C. (1993), *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Caramiello C. (1994), *Il bilancio di esercizio, ieri e oggi. Brevi note per un confronto*, Giuffrè, Milano.
- Caramiello C., Di Lazzaro F. e Fiori G. (2003), *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Caratozzolo M. (1998), *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano.
- Carlesi A. (1990), *Il problema finanziario nell'economia della nuova impresa*, Giappichelli, Torino.
- Carlesi A. (1995), "Il vincolo finanziario all'innovazione nelle pmi", *Sinergie*, 13 (38), pp. 27-50.
- Carlesi A., Angelini A. e Mariani G. (1999), *Aspetti finanziari dell'innovazione*, Giappichelli, Torino.
- Carpenter R. and Petersen B. (2002), "Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?", *Review of Economics and Statistics*, 84, pp. 298-309.
- Carpenter R. and Petersen B. (2002), "Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?", *Review of Economics and Statistics*, 84, pp. 298-309.
- Caruso A. e Palmucci F. (2008), "Scelte di finanziamento della crescita: un'indagine sulle PMI Italiane", *Banca Impresa Società*, 3, pp. 453-476.
- Caselli S. (2002), *Corporate banking per le piccole e medie imprese*, Bancaria Editrice, Roma.
- Caselli S. (2010), *Private Equity and Venture Capital in Europe*, Academic Press, Burlington.
- Cassandro P.E. (1950), *L'incidenza dei fattori produttivi a lungo termine sul risultato economico di periodo delle imprese*, Cacucci, Bari.
- Castellano N. (2008), "L'uso dell'analisi di bilancio", in Danovi A. e Quagli A. (a cura di), *Gestione della crisi aziendale e dei processi di risanamento*, Ipsoa, Milano.
- Cattaneo M. (1963), *Le imprese di piccole e medie dimensioni*, Cisalpino, Milano.
- Cattaneo M. (1965), *Introduzione allo studio del bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano.
- Cattaneo M. (1979), *Analisi finanziaria e di bilancio. Teoria e tecnica della concessione del credito*, Etas Libri Milano.
- Cattaneo M. (1979), *Bilancio di esercizio nelle imprese. Finalità e struttura*, Etas, Milano.
- Catturi G. (1984), *La redazione del bilancio d'esercizio*, Cedam, Padova.
- Catturi G. (1984), *Lezioni di economia aziendale*, Vol. I, Cedam, Padova.
- Catturi G. (1987), "La scrittura in partita doppia come mezzo di comunicazione tra operatori economici di differenti aree territoriali", in AA.VV., *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzini*, Giuffrè, Milano.
- Catturi G. (1988), *La redazione del bilancio di esercizio. Secondo la dottrina, la normativa comunitaria, civilistica e fiscale*, Cedam, Padova.
- Catturi G. (1989), *Teorie contabili e scenari economico-aziendali*, Cedam, Padova.
- Catturi G. (1992), *La redazione del bilancio*, Cedam, Padova.
- Catturi G. (2007), "Introduzione", in AA.VV. (a cura di), *Lo sviluppo integrale delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- Catturi G. (2009), *L'armonia della complessità dalla crescita allo sviluppo aziendale*, Cedam, Padova.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Catuogno S. (1997), "Cenno alle teorie interpretative del concetto di azienda", in E. Viganò (a cura di), *Azienda. Primi contributi di una ricerca sistematica per un rinnovato concetto generale*, Cedam, Padova.
- Catuogno S. (2012), *Economia aziendale e ragioneria generale: analisi delle variazioni economiche e finanziarie, contabilità generale, bilancio e analisi di bilancio*, Simone, Napoli.
- Cavalieri E. (1970), *Dimostrazioni sperimentali dei principi di economia aziendale e di ragioneria*, Bozzi, Genova.
- Cavalieri E. (2000), *Economia aziendale*, Vol. I, Giappichelli, Torino.
- Cavalieri E. (2008), "Creazione di valore, economicità ed equilibrio nel sistema d'impresa", in Cavalieri E. e Ferraris Franceschi R., *Economia Aziendale*, Vol. I, *Attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, Torino.
- Cavalieri E. e Ferraris Franceschi R. (2000), *Economia aziendale*, Vol. I, Giappichelli, Torino.
- Cavalieri E. e Ranalli F. (1995), *Appunti di economia aziendale*, Kappa, Roma.
- Ceccarelli P. (2001), *Gestire l'azienda nell'era di internet*, Sperling & Kupfer, Milano.
- Ceccherelli A. (1923), *Introduzione allo studio della Ragioneria Generale*, Le Monnier, Firenze.
- Ceccherelli A. (1961), *Il linguaggio dei bilanci*, 7<sup>a</sup> edizione, Le Monnier, Firenze.
- Cellini R. e Rossini G. (1990), *Piccole e medie imprese e scelte finanziarie*, Sipi, Roma.
- Centrale dei Bilanci (1998), *Economia e finanza delle imprese italiane*, Bancaria Editrice, Roma.
- Centrale dei Bilanci (2003), *Economia e finanza delle imprese italiane, XVI Rapporto*, Bancaria Editrice, Roma.
- Centro Studi Confindustria (2011), *Industria motore di ricchezza? La risposta positiva delle regioni europee*, Centro Studi Confindustria, Roma.
- Cerbioni F. (1998), "I processi di acquisizione/utilizzo del fattore lavoro", in Marchi L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, 2<sup>a</sup> edizione, Giappichelli, Torino.
- Cerboni G. (1886), *La Ragioneria scientifica*, vol. I, Ermanno Loescher & C., Roma.
- Cerboni G. (1948), *Enciclopedia di amministrazione e contabilità*, vol. I, Vallardi, Milano.
- Ceriani G. (1996), *Lezioni di Economia aziendale*, Cedam, Padova.
- Ceriani G. (2007), "I sistemi di coordinamento degli indicatori e dei quozienti di bilancio", in Ceriani G. e Frazza B., *Analisi di bilancio*, Cedam, Padova.
- Cesarini F. (1975), "I problemi di finanziamento delle piccole e medie imprese", *Il risparmio*, 8.
- Cescon F. e Garlatti A. (a cura di) (2005), *Economia aziendale. Casi e studi*, Cedam, Padova.
- Chandler A. (1962), *Strategy and Structure : Chapters in The History of American Industrial Enterprise*, Mit Press, Cambridge, MA.
- Chittenden F., Hall G. and Hutchinson P. (1996), "Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation", *Small Business Economics*, 8 (1), pp. 59-67.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Coda V. (1983), "Trasparenza dei bilanci di esercizio e principi contabili", *Rivista dei dottori commercialisti*, 2.
- Coda V. (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino.
- Coda V. (1989), "La comunicazione economica nella strategia aziendale", in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano.
- Coda V. (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli, Torino.
- Coda V. (1999), "La valutazione della solvibilità a breve termine", in Brunetti G., Coda V. e Favotto F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano.
- Coda V. (2006), "Economia aziendale: alla ricerca di punti di convergenza", in AA.VV., *Appunti per un dibattito sulla cultura aziendale*, Sidrea, Firenze.
- Coda V. e Frattini G. (1986), *Valutazione di bilancio. Principi economici, norme civili, norme fiscali*, Libreria Universitaria Editrice, Milano.
- Coda V., Brunetti G. e Bergamin Barbato M. (1974), *Indici di bilancio e flussi finanziari. Strumenti per l'analisi della gestione*, Etas, Milano.
- Conca V. (2010), *Le acquisizioni*, Egea, Milano.
- Confindustria (2007), *Finanza e sviluppo, gli strumenti a disposizione delle PMI*, Confindustria, Roma.
- Corbetta G. (1995), *Le aziende familiari. Caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, Egea, Milano.
- Corbetta G. (a cura di) (1999), "La gestione strategica", in Brunetti G., Coda V. e Favotto F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Etas, Milano.
- Corbetta P. (2005), *La ricerca sociale: metodologia e tecniche – III. Le tecniche qualitative*, il Mulino, Bologna.
- Corno F. e Lombardi Stocchetti G. (a cura di) (1995), *Il bilancio di esercizio: lettura e interpretazione*, Guerini, Milano.
- Corticelli R. (1979), *La crescita dell'azienda. Armonie e disarmonie di gestione*, Giuffrè, Milano.
- Corticelli R. (1998), *La crescita dell'azienda. Ordine ed equilibrio nell'unità produttiva*, 2<sup>a</sup> edizione, Giuffrè, Milano.
- Corticelli R. (2000), "L'azienda tra possibilità, condizioni e aspettative", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 11-12.
- Corvi E. (2000), *Comunicazione d'impresa e investor relation. La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, Egea, Milano.
- Cricchio S. (1980), *L'impresa come momento di origine e di diffusione di fenomeni macro-economici*, Giuffrè, Milano.
- Cumming D. (2010), *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.
- Cumming D., Siegel D.S. and Wright M. (2007), "Private equity, leveraged buy-outs and governance", *Journal of Corporate Finance*, 13 (4), pp. 439-460.
- D'Alessio L. (2002), *Il budget nel sistema di bilancio dello Stato*, Giappichelli, Torino.
- D'Amato A. e Cacia C. (2008), "La quotazione in borsa delle PMI tra mito e realtà", *Piccola Impresa/Small Business*, 3, pp. 37-66.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- D'Orlando R. (1990), *Sugli sviluppi dell'informazione di bilancio*, Editoriale Scientifica, Napoli.
- Dahnke G.L. and Clatterbuck G.W. (1990), *Human Communication. Theory and research*, Wadsworth Publishing Company, Belmont, CA.
- Dalocchio M. (1995), *Finanza aziendale. Analisi e valutazioni per le decisioni d'impresa*, Egea, Milano.
- Dalocchio M. e Salvi A. (2005), *Finanza aziendale*, Egea, Milano.
- Dalocchio M., Tzivelis D. e Vinzia M.A. (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano.
- Dalocchio M., Tzivelis D. e Vinzia M.A. (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, Etas, Milano.
- Dalocchio M., Tzivelis D. e Vinzia M.A. (2011), *Finanza per la crescita sostenibile*, Egea, Milano.
- Damodaran A. (2006), *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano.
- Daviddi P., de Lieto Vollaro D. e Fratus A. (2013), *AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale – principali caratteristiche e aspetti regolamentari*, <http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/75121/aim-italiamercato-alternativo-del-capitale-principali-caratteristiche-e-aspetti-regolamentari>.
- De Laurentis G. (1991), “L’analisi economica dei finanziamenti aziendali”, in C. Bioni e B. Rossignoli (a cura di), *Lecture di finanza aziendale*, Giuffrè, Milano.
- De Laurentis G. (1996), “Il finanziamento degli investimenti fissi”, in R. Ruozi (a cura di), *La gestione finanziaria delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano.
- De Minico L. (1929), *Ordinamento del capitale nelle imprese*, Guf, Napoli.
- De Sarno M. (1969), *Aspetti e problemi di organizzazione aziendale*, Intercontinentalia, Napoli.
- De Sarno M. (1973), “Gestione del mutamento e sviluppo organizzativo nella moderna azienda alberghiera”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 73 (11), pp. 363-367.
- De Sarno M. (1982), *Equilibrio e crisi delle imprese*, Cedam, Padova.
- De Sarno M. (1992), *Gli equilibri d'impresa nei loro diversi riflessi contabili*, Cedam, Padova.
- Del Baldo M. (1997), “Determinanti e condizioni delle strategie di “non crescita” delle piccole imprese”, *Piccola Impresa/Small Business*, 3, pp. 31-74.
- Demartini P. (2005), “La comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese che operano sui mercati internazionali. Profili generali”, in Paoloni M., Cesaroni F.M. e Demartini P. (a cura di), *Internazionalizzazione e comunicazione economico-finanziaria delle piccole imprese*, FrancoAngeli, Milano.
- Demattè C. (2001), “Modello di gestione e ciclo di vita delle imprese”, *Economia e Management*, 3.
- Depperu D. (2001), *Il processo di formazione delle strategie competitive*, Egea, Milano.
- Dessy A. (1995), *Politiche finanziarie e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Egea, Milano.
- Dessy A. e Gervasoni A. (1989), *Le piccole e medie imprese e il capitale di rischio*, Egea, Milano.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Dessy A., Gervasoni A. e Vender J. (1989), *Le piccole e medie imprese ed il capitale di rischio*, Egea, Milano.
- Dessy J.A. e Vender J. (1996), *Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa*, Egea, Milano.
- Devecchi C. (1989), *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- Dezzani F. (1974), *La certificazione del bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Dezzani F., Pisoni P. e Puddu L. (1991), *Il bilancio e la IV direttiva CEE*, Giuffrè, Milano.
- Dezzani F., Pisoni P. e Puddu L. (1996), *Il bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Di Cagno N. (1995), *Il bilancio d'esercizio*, 2<sup>a</sup> edizione, Cacucci, Bari.
- Di Lazzaro F. (1994), *La situazione finanziaria aziendale*, Giuffrè, Milano.
- Di Mascio (2008), *Crescita e governance nelle imprese familiari*, Egea, Milano.
- Di Meo W., Tommasetti A. e Bisogno M. (2005), *Il rendiconto finanziario delle imprese*, Giappichelli, Torino.
- Di Pietra R. (1996), *Analisi di bilancio e simulazioni di decisioni gestionali: un caso aziendale*, Copinfax, Siena.
- Di Pietra R. (2005), *La comunicazione dei comportamenti aziendali mediante i dati contabili*, Cedam, Padova.
- Di Stefano G. (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano.
- Di Stefano G. (1998), "La composizione delle forze interne ed esterne", in Marchi L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- Di Toro P. e Iannello G. (1996), *La politica di redazione del bilancio di esercizio*, Cedam, Padova.
- Dickinson V. (2011), "Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle", *The Accounting Review*, 86 (6), pp. 1969-1994.
- Domenichelli O. (2013), *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: profili teorici ed empirici*, Giappichelli, Torino.
- Donaldson G. (1994), *Corporate Restructuring*, Harvard Business School Press, Boston.
- Donna G. (1992), *L'impresa competitiva. Un approccio sistemico*, Giuffrè, Milano.
- Donna G. (1999), *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma.
- Donna G. e Borsic D. (2000), *La sfida del valore. Strumenti e strategie per il successo dell'impresa*, Guerini e Associati, Milano.
- Eccles R.G. e Mavrinac S.C. (1995), "Improving the corporate disclosure process", *Sloan Management Review*, 36.
- Facchinetti I. (2002), *Rendiconto finanziario e analisi dei flussi*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- Fagiolo G. and Luzzi A. (2004), *Do Liquidity Constraints Matter in Explaining Firm Size and Growth? Some Evidence from the Italian Manufacturing Industry*, Sant'Anna School of Advanced Studies. Working Paper Series, 8.
- Fagiolo G. and Luzzi A. (2004), *Do Liquidity Constraints Matter in Explaining Firm Size and Growth? Some Evidence from the Italian Manufacturing Industry*, Sant'Anna School of Advanced Studies. Working Paper Series, 8.
- Fama E. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *The Journal of Political Economy*, 88 (2), pp. 288-307.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Fama E. and Jensen M. (1983), "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics*, 26 (2), pp. 301-325.
- Farneti G. (1993), *I flussi monetari nell'indagine patrimoniale-finanziaria*, Giappichelli, Torino.
- Farneti G. (2007), *Economia d'Azienda*, FrancoAngeli, Milano.
- Fava U. (1979), "La struttura finanziaria delle aziende minori, con riferimento anche al caso toscano", in *Banca toscana, studi e informazioni*.
- Favotto F. (2001), *Economia aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- Fazzari S., Hubbard G. and Peterson B. (1988), *Financing Constraint and Corporate Investments*, *Brooking Papers on Economic Activity*, 19, pp. 141-195.
- Fazzini M. (2006), *Aggregazioni, accordi e alleanze tra imprese*, FrancoAngeli, Milano.
- Ferran E. (2007), *Regulation of private equity backed leveraged buyout activity in Europe*, ECGI Law Working Paper, n. 84, maggio.
- Ferrando P.M. (1995), "L'impresa ed il processo di creazione del valore", in Fadda L., Ferrando P.M., Fontana F. e Zuccardi Merli M., *Complementi di Economia Aziendale*, 2<sup>a</sup> edizione Giappichelli, Torino.
- Ferraris Franceschi R. (1995), *L'azienda: forme, aspetti, caratteri e criteri discriminanti*, Kappa, Roma.
- Ferraris Franceschi R. (2008), "L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico", in Cavalieri E. e Ferraris Franceschi R., *Economia Aziendale*, Vol. I, *Attività aziendale e processi produttivi*, Giappichelli, Torino.
- Ferrero G. (1968), *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano.
- Ferrero G. (1972), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Ferrero G. (1981), "La formazione del bilancio di esercizio nella dottrina e nella pratica amministrativa: unicità del bilancio e pluralità di obiettivi, unitarietà del bilancio e analiticità delle connesse valutazioni", in AA.VV., *Bilancio di esercizio e amministrazione delle imprese. Studi in onore di Pietro Onida*, Giuffrè, Milano.
- Ferrero G. (1981), *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano.
- Ferrero G. (1987), *Impresa e management*, Giuffrè, Milano.
- Ferrero G. e Dezzani F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Ferrero G. e Dezzani F. (1992), *Contabilità e bilancio d'esercizio*, vol. I, Giuffrè, Milano.
- Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P. e Puddu L. (2001), *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano.
- Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P. e Puddu L. (2003), *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè, Milano.
- Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P. e Puddu L. (2003), *Manuale di analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P. e Puddu L. (2006), *Analisi di bilancio e rendiconti finanziari*, Giuffrè, Milano.
- Ferri S. (2007), "Il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento", in Galeotti M. (a cura di), *La finanza nel governo dell'azienda*, Apogeo, Milano.
- Ferri S. e De Luca P. (2009), *Le scelte di finanziamento in ottica strategica*, Ipsoa, Wolters Kluwer, Milanofiori Assago.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Ferri S. e Messori M. (2000), "Bank-firm Relationship and Allocative Efficiency in Northeastern and Central Italy and in the South", *Journal of Banking and Finance*, 24.
- Ferri S. e Rotondi Z. (2006), *Does Finance Matter in the Re-specialization of Italy's Industrial Districts?*, Università degli Studi di Ferrara, Dipartimento di Economia, Istituzioni, Territorio. Quaderno di ricerca, 12.
- Filippi E. (1988), "La piccola dimensione nelle imprese produttive e nelle banche: nozioni e condizionamenti", *Atti del seminario "Ristrutturazione economica e finanziaria delle imprese"*, Banca d'Italia, Roma, 2, pp. 809-828.
- Fiori G. (2003), "Finalità, metodologie e limiti delle analisi di bilancio tramite indici", in Caramiello C., Di Lazzaro F. e Fiori G., *Indici di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Fiume R. (2000), "Riflessioni sul ruolo di visione e missione nell'economia delle aziende", *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 5-6.
- Fiume R. (2004), *Lorenzo De Minico. Maestro della scuola napoletana*, Giappichelli, Torino.
- Fluck Z. (1999), *Capital structure decisions in small and large firms: a life-cycle theory of financing*, NYU Working Paper No. FIN-99-069, October. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1298862>.
- Fluck Z. (2000), *Capital structure decisions in small and large firms: a lifetime cycle theory of financing*, Working Paper, Stern School of Business, New York.
- Forestieri G. (1992), "Rischio del credito e finanza d'impresa", *Economia e Management*, 6.
- Forestieri G. (2014), "I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio", *Bancaria*, 6, pp. 3-15.
- Forestieri G. (a cura di) (1993), *Mercati finanziari per le PMI*, Egea, Milano.
- Foster G. (1986), *Financial Statement Analysis*, Prentice-Hall International, Englewood Cliffs.
- Frank M.Z. and Goyal V.K. (2009), "Capital structure decisions: Which factors are reliably important?", *Financial Management*, 38 (1), pp. 1-37.
- Fridson M.S. (1995), *Financial statement analysis*, Wiley & Sons, New York.
- Frielinghaus A., Mostert B. and Firer C. (2005), "Capital structure and the firm's life stage", *South African Journal of Business Management*, 36 (4), pp. 9-18.
- Froli M., Giusepponi K. e Quagli A. (1994), *Analisi di bilancio. Indici e flussi finanziari*, Clua, Ancona.
- Gabrovec Mei O. (1985), *Le analisi di bilancio condotte con le tecniche dei rapporti e dei flussi*, Cluet, Trieste.
- Galbiati P. (1999), *La struttura finanziaria delle imprese*, Egea, Milano.
- Galbiati P. (1999), *La struttura finanziaria delle imprese: modelli teorici e scelte operative*, Egea, Milano.
- Galbraith J.K. (1967), *Il capitalismo americano*, Etas Kompass, Milano.
- Galeotti M. e Garzella S. (a cura di) (2013), *Governo strategico dell'azienda*, Giappichelli, Torino.
- Gambini A. e Zazzaro A. (2008), "Gli effetti della durata e dell'esclusività delle relazioni banca-impresa sulla crescita dimensionale delle imprese", in Zazzaro A. (a cura di), *I vincoli alla crescita delle imprese*, Carocci, Roma.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Gandini G. (2002), "Fattori critici di successo competitivo e comunicazione economico finanziaria", in D.M. Salvioni (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino.
- Gardi F. (1990), *Fusioni e altre combinazioni di imprese*, Egea, Milano.
- Garofalo G. (1987), *La struttura finanziaria: aspetti istituzionali e teorici*, La Sapienza, Roma.
- Garzella S. (2005), *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle "potenzialità inesprese"*, Giappichelli, Torino.
- Garzella S. (2006), *Il governo delle strategie*, Giappichelli, Torino.
- Giacari F. (2003), *Le aggregazioni aziendali*, Cacucci, Bari.
- Giacosa E. (2011), *L'economia delle aziende di abbigliamento*, Giappichelli, Torino.
- Giacosa E. (2012), *La comunicazione economico-finanziaria d'impresa. Finalità, strumenti e comportamenti attuali e teorici in un modello "ideale" di comunicazione*, Giappichelli, Torino.
- Giacosa E. (2012), *Mergers and Acquisitions (M&As) in the Luxury Business*, McGraw-Hill, Milano.
- Giacosa E. e Guelfi S. (2003), *L'economia delle aziende della net economy*, Giappichelli, Torino.
- Giacosa E. e Mazzoleni A. (2012), *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino.
- Giannessi E. (1969), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento nelle aziende di produzione e le possibili vie della sua soluzione*, Colombo Corsi, Pisa.
- Giannessi E. (1979), *Appunti di economia aziendale*, Pacini, Pisa.
- Giroux G. (2003), *Core concepts of Financial Analysis. A User Approach*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.
- Giunta F. (1992), *L'impiego dei nuovi schemi di bilancio di derivazione comunitaria per le analisi economico-finanziarie d'impresa*, Cedam, Padova.
- Giunta F. (1993), *La creazione di nuove imprese*, Cedam, Padova.
- Giunta F. (2005), *Il bilancio*, Apogeo, Milano.
- Giunta F. (2007), *Analisi di bilancio. Riclassificazioni, indici e flussi*, Centro Stampa Il Prato, Firenze.
- Giunta F. (2008), *Economia aziendale*, Cedam, Padova.
- Giusepponi K. (2001), *La comunicazione economico-finanziaria delle grandi imprese*, FrancoAngeli, Milano.
- Giusepponi K. e Bartolacci F. (2003), "Le riclassificazioni e l'analisi di bilancio per indici e flussi nell'affidamento alla clientela", in Paolini A., *Banche e comunicazione economico-finanziaria delle imprese*, Giappichelli, Torino.
- Glaser B. e Strauss A. (1967), *The discovery of Grounded Theory*, Aldine Publishing Company, Chicago.
- Gobbi G. (2013), "Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali", VI Commissione Camera dei deputati (Finance), ottobre.
- Golinelli G.M. (2000), *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale*, vol. I, Cedam, Padova.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Golinelli G.M. (1994), *Struttura e governo dell'impresa*, Cedam, Padova.
- Gompers P.A. and Xuan Y. (2006), *The role of venture capitalists in the acquisition of private companies*, AFA 2008 New Orleans meetings Paper, maggio.
- Gould M. (1999), "The growth imperative", *Long Range Planning*, 32 (1), pp. 127-129.
- Grandinetti R. e Nassimbeni G. (2007), *Le dimensioni della crescita aziendale*, FrancoAngeli, Milano.
- Greenbaum S., Kanatas G. and Venezia I. (1989), "Equilibrium Loan Pricing Under the Bank-Client Relationship", *Journal of Banking and Finance*, 13 (6), pp. 221-235.
- Gregory B., Rutherford M., Oswald S. and Gardiner L. (2005), "An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing", *Journal of Small Business Management*, 43 (4), pp. 382-392.
- Greiner L.E. (1998), *Evolution and Revolution as Organizations Grow*, Harvard Business School, Cambridge.
- Guatri L. (1982), *Investimenti e politiche finanziarie delle aziende industriali*, Giuffrè, Milano.
- Guatri L. (1991), *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano.
- Guatri L. (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, Egea, Milano.
- Guidara F. (2011), *La comunicazione finanziaria*, Egea, Milano.
- Hart P. and Mellons J. (1970), "Management youth and company growth: a correlation?", *Management Decision*, 4 (1), pp. 50-53.
- Helfert E.A. (1997), *Techniques of Financial Analysis*, McGraw-Hill, New York.
- Helwege N.L. (1996), "Is there a Pecking Order? Evidence from a Panel of IPO Firms", *Journal of Financial Economics*, 40 (3), pp. 429-458.
- Herrera A.M. and Minetti R. (2007), "Informed Finance and Technological Change: Evidence from Credit Relationship", *Journal of Financial Economics*, 83, pp. 225-269.
- Herrera A.M. and Minetti R. (2007), "Informed Finance and Technological Change: Evidence from Credit Relationship", *Journal of Financial Economics*, 83, pp. 223-269.
- Higgins R.C. (2007), *Analysis for Financial Management*, McGraw-Hill Irwin, New York.
- Holmes S. and Kent P. (1991), "An Empirical Analysis of the Financial Structure of Small and Large Australian Enterprises", *Journal of Small Business Finance*, 1 (2), pp. 141-154.
- Honjo Y. and Harada N. (2006), "SME Policy, Financial Structure and Firm Growth: Evidence from Japan", *Small Business Economics*, 27, pp. 289-300.
- Ingram R.W., Albright T.L. and Baldwin B.A. (2002), *Financial Accounting. Information for decisions*, Thomson South-Western, Mason.
- Invernizzi G. (1990), "Strumenti per una diagnosi strategica", in Invernizzi G. e Molteni M., *Analisi di bilancio e diagnosi strategica*, Etaslibri, Milano.
- Invernizzi G. (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, McGraw-Hill, Milano.
- Invernizzi G. (2011), *La strategia nelle imprese multibusiness*, McGraw-Hill, Milano.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Invernizzi G. (a cura di) (2008), *Strategia aziendale e vantaggio competitivo*, McGraw-Hill, Milano.
- Invernizzi G. (a cura di) (2014), *La strategia competitiva*, McGraw-Hill, Milano.
- Jensen M.C. and Meckling W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- La Rocca M. (2008), *Corporate governance, struttura finanziaria e valore*, Egea, Milano.
- La Rocca M. (a cura di) (2007), *Politiche finanziarie d'impresa*, Egea, Milano.
- La Rocca M., La Rocca T. e Cariola A. (2011), "Capital structure decisions during a firms's life cycle", *Small Business Economics*, 37 (1), pp. 107-130.
- Lacchini M. (1988), *Strategia aziendale. Elementi di teoria*, Giappichelli, Torino.
- Lacchini M. (1989), *Principi di redazione del bilancio. Nello schema di legge delegata per il recepimento della quarta direttiva CEE*, Giuffrè, Milano.
- Laghi E. (1995), *La nota integrativa e l'informazione esterna d'impresa*, Giappichelli, Torino.
- Lai A. (1997), *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, FrancoAngeli, Milano.
- Lambiase A. (2015), *La quotazione delle PMI su AIM Italia e gli investitori istituzionali nel capitale*, FrancoAngeli, Milano.
- Landi A. e Schwizer P. (1996), "Il finanziamento dello sviluppo delle PMI: economicità e modalità organizzative dell'intervento delle banche nel capitale di rischio. Dall'acquisizione della partecipazione alla quotazione dell'impresa", in R. Ruozi (a cura di), *La gestione finanziaria delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano.
- Lang L., Ofek E. and Stulz R.M. (1996), "Leverage, Investment and Firm Growth", *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 3-29.
- Lev B. (1992), "Information disclosures strategy", *Californian Management Review*, 34 (Summer), pp. 9-32.
- Levinthal D. (1988), "A Survey of Agency Models of Organization", *Journal of Economic & Organization*, 9 (2), pp. 153-185.
- Lizza F. (1988), *Le riclassificazioni di bilancio*, Clua, Ancona.
- Lizza F. (1989), *Le riclassificazioni di bilancio: il Conto Economico*, Clua, Ancona.
- Lombardi Stocchetti G. (2013), *Valutazione e analisi di bilancio*, Pearson, Milano.
- Lucianetti L.C. (1990), *Bilanci d'impresa e bilanci "tipo"*, Giappichelli, Torino.
- Lusignani G. e Sironi A. (1999), "Il rapporto fra banche e PMI: pricing, rischio e modelli comportamentali", in Forestieri G. e Onado M. (a cura di), *L'innovazione nel finanziamento delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano.
- Machauer A. and Weber M. (2000), *Number of Bank Relationships: An Indicator of Competition, Borrower Quality, or Just Size?*, Center for Financial Studies, Working Paper Series, 6.
- Maggioni V., Potito L. e Viganò R. (a cura di) (2009), *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, il Mulino, Bologna.
- Mancini D. (1999), *L'azienda nella "rete" di imprese*, Giuffrè, Milano.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Marasca S. (1996), "Il ruolo del bilancio come strumento di informazione tra piccola impresa e soggetti esterni", in AA.VV., *Il bilancio della piccola impresa. Caratteristiche strutturali e capacità informativa*, Giappichelli, Torino.
- Marasca S. (1999), *Le valutazioni nel bilancio di esercizio*, Giappichelli, Torino.
- Marchi L. (1988), *Strategie di revisione aziendale*, Ipsoa Informatica, Milano.
- Marchi L. (1995), "L'analisi economico-finanziaria del profilo strategico", in Marchi L., Paolini A. e Quagli A., *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino.
- Marchi L. (2003), "Caratteri generali dell'analisi economico-finanziaria riferita al profilo strategico", in L. Marchi, A. Paolini e A. Quagli, *Strumenti di analisi gestionale*, 4<sup>a</sup> edizione, Giappichelli, Torino.
- Marchi L. e Marasca S. (1994), *Il bilancio civilistico-fiscale. I nuovi principi di classificazione e valutazione*, 2<sup>a</sup> edizione, EBC Ergon Business Communication, Milano.
- Marchi L. e Marasca S. (1998), "Il sistema delle operazioni e la dinamica dei processi", in Marchi L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, 2<sup>a</sup> edizione, Giappichelli, Torino.
- Marchi L. e Marasca S. (1998), "Il sistema delle operazioni e la dinamica dei processi", in Marchi L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- Marchi L. e Quagli A. (1991), *Bilancio gestionale. Evoluzione del sistema contabile e sintesi economica e finanziaria*, Ergon Business Communication, Milano.
- Marchi L., Paolini A. e Quagli A. (2003), *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino.
- Marchi L., Zavani M. e Branciaro S. (2010), *Economia dei gruppi e bilancio consolidato*, Giappichelli, Torino.
- Mascheretti S. e Merusi S. (1992), *Guida all'analisi di bilancio*, Etas, Milano.
- Masini C. (1960), *L'organizzazione del lavoro nell'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Masini C. (1970), *Lavoro e risparmio*, Utet, Torino.
- Masini C. (1974), *Lavoro e Risparmio*, Utet, Torino.
- Maspero D. (1996), "La finanza agevolata per le piccole e medie imprese", in Ruozi R. (a cura di), *La gestione finanziaria delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano.
- Massari M. (1977), *La media impresa in Italia*, Isedi, Milano.
- Massari M. (1988), "Le politiche finanziarie aziendali", in Guatri L. (a cura di), *Trattato di economia delle aziende industriali*, Egea, Milano.
- Matacena A. (1984), *Impresa e ambiente. Il bilancio "sociale"*, Clueb, Bologna.
- Matacena A. (1988), *Introduzione allo studio del bilancio di esercizio*, Clueb, Bologna.
- Matacena A. (1993), *Il bilancio di esercizio. Strutture formali, logiche sostanziali e principi generali*, Clueb, Bologna.
- Matacena A. e Tieghi M. (1997), *Dal bilancio di esercizio alle analisi di bilancio: le riclassificazioni, gli indici ed i flussi*, Clueb, Bologna.
- Mazzola P. (2002), *Produttività e crescita delle imprese*, Egea, Milano.
- Mazzoleni A. (2012), "Il progetto di risanamento aziendale", in Giacosa E. e Mazzoleni A., *Il progetto di risanamento dell'impresa in crisi*, Giappichelli, Torino.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Mazzoleni A. (2012), *La comunicazione economico-finanziaria delle imprese con il sistema bancaria*, McGraw-Hill, Milano.
- Meigs R.F., Williams J.R., Haka S.F. and Bettner M.S. (2001), *Financial Accounting*, Irwin McGraw-Hill, New York.
- Melis G. (1983), *Bilancio di esercizio nell'impresa cooperativa*, Cedam, Padova.
- Melis G. (2001), *Elementi di Economia Aziendale*, Giuffrè, Milano.
- Mella P. (1983), *Contabilità generale e bilancio d'esercizio*, Ipsoa, Milano.
- Mella P. (1987), *Il rendiconto finanziario*, Isedi, Torino.
- Mella P. (1990), *Indici di bilancio*, Pirola, Milano.
- Mella P. (1992), *Economia Aziendale*, Utet, Torino.
- Mella P. (1996), *Indici di bilancio*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- Mella P. (1998), *Indici di bilancio: guida alla procedura per l'analisi e il controllo di gestione aziendale*, Il Sole24Ore, Milano.
- Mella P. e Navaroni M. (2012), *Analisi di bilancio: indici e flussi*, Maggioli, Santarcangelo di Romagna.
- Messina P. e Setini S. (2013), "L'aspetto legale. Il percorso verso l'emissione, pubblicato in Mini-bond: Istruzioni per l'uso", in Calugi R. e Pagliettim G. (a cura di) [http://www.consorzioamerale.eu/writable/documenti/DOC\\_20140305112625.pdf](http://www.consorzioamerale.eu/writable/documenti/DOC_20140305112625.pdf).
- Michaelas N., Chittenden F. and Poutziouris P. (1999), "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data", *Small Business Economics*, 12 (2), pp. 113-130.
- Miglietta N. (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Giappichelli, Torino.
- Miller D.J. (2006), "Technological diversity, related diversification, and firm performance", *Strategic Management Journal*, 27 (7), pp. 601-619.
- Miolo Vitali P. (a cura di) (2000), *Corso di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino.
- Molinterni R. (2000), *La crescita dell'impresa di piccola dimensione*, Cedam, Padova.
- Molteni M. (2000), "Tendenze evolutive in atto nella comunicazione di bilancio", in Molteni M. (a cura di), *Valore, strategia, bilancio*, Egea, Milano.
- Monteforte D. e La Rocca M. (2003), "Le scelte di struttura finanziaria delle Pmi calabresi", in Venanzi D. (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, Morlacchi Editore, Perugia.
- Montrone A. (2005), *Il sistema delle analisi di bilancio per la valutazione dell'impresa*, FrancoAngeli, Milano.
- Mori M. (1995), *Dall'U.S. commercial paper alla cambiale finanziaria*, Cedam, Padova.
- Mottura P. (1968), *La forza contrattuale delle aziende richiedenti credito bancario*, Giuffrè, Milano.
- Mussati G., Marchetti P. e Jovenitti P. (1981), *Il capitale di rischio nelle piccole e medie società di capitali di nuova costituzione*, Giuffrè, Milano.
- Myers S.C. (1984), "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, 39 (3), pp. 575-592.
- Nobolo A. (1983), *Variabile fiscale e gestione finanziaria in tempi di inflazione*, Giuffrè, Milano.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Oliveira B. and Fortunato A. (2006), "Firm Growth and Liquidity Constraints: A Dynamic Analysis", *Small Business Economics*, 27, pp. 139-156.
- Olivotto L. (1987), *La dinamica finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano.
- Onado M. (a cura di) (1986), *Sistema finanziario e industria*, il Mulino, Bologna.
- Onida P. (1951), *Il bilancio d'esercizio delle imprese*, Giuffrè, Milano.
- Onida P. (1951), *Le discipline economico-aziendali. Oggetto e metodo*, Giuffrè, Milano.
- Onida P. (1960), *Economia d'Azienda*, Utet, Torino.
- Onida P. (1965), *Economia d'Azienda*, Utet, Torino.
- Onida P. (1971), *Economia d'azienda*, Giuffrè, Milano.
- Onida P. (1974), *Il bilancio d'esercizio dell'impresa. Le sue differenziazioni e la sua interpretazione*, Giuffrè, Milano.
- Onida P. (1985), *Economia Aziendale*, Utet, Torino.
- Orrigan J.O. (1968), "A Short History of Financial Ratio Analysis", *Accounting Review*, XLIII April, pp. 284-294.
- Orsenigo G. (1983), "Il finanziamento delle piccole e medie imprese", in AA.VV., *Evoluzione della struttura finanziaria, ruolo degli istituti di credito a medio termine e tendenze del credito agevolato*, Assireme, Milano.
- Orsenigo G. (1984), "Il finanziamento delle piccole e medie imprese", in AA.VV. *Introduzione alla finanza delle piccole e medie imprese*, Unicopli Universitaria, Milano.
- Paganelli O. (1977), *Analisi di bilancio*, Clueb, Bologna.
- Paganelli O. (1986), *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, Utet, Torino.
- Paganelli O. (1991), *Analisi di bilancio. Indici e Flussi*, Utet, Torino.
- Paganelli O. (1991), *Bilancio di esercizio. Problemi di valutazione*, Clueb, Bologna.
- Palumbo R., G. Paolone e L. D'Amico (2001), *Le analisi di bilancio*, Cacucci, Bari.
- Panetta F. (2014), "A financial Sistem for Growth, The Adam Smith Society", *Atti di convegno The Adam Smith Society*, Milano 27 gennaio 2014.
- Paolini A. (1995), "Il bilancio di esercizio come strumento di controllo, programmazione e diagnosi strategica nelle piccole imprese", *Piccola impresa-Small business*, 2.
- Paolini A. (1998), "Le condizioni di equilibrio aziendale", in Marchi L. (a cura di), *Introduzione all'economia aziendale*, Giappichelli, Torino.
- Paolini A. (2003), "Il monitoraggio ambientale", in Marchi L., Paolini A. e Quagli A., *Strumenti di analisi gestionale*, 4<sup>a</sup> edizione, Giappichelli, Torino.
- Paolone G. (1995), *Il bilancio di esercizio delle imprese in funzionamento e dei gruppi societari*, Giappichelli, Torino.
- Paolucci G. (2013), *Analisi di bilancio*, FrancoAngeli, Milano.
- Partner Equity Markets (2009), *Il mercato di borsa per le PMI: Aim Italia*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- Passaponti B. (1990), *Il bilancio dell'azienda elettrica nel quadro dei bilanci a contenuto obbligatorio*, Giuffrè, Milano.
- Pastore A. (1984), *La funzionalità economica dell'impresa*, Cacucci, Bari.
- Pavan A. (2008), *L'amministrazione economica delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- Pellicelli G. (2010), *Strategie d'impresa*, Egea, Milano.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Penrose E. (1984), "La posizione delle grandi e delle piccole imprese in un sistema economico in espansione", in AA.VV., *Introduzione alla finanza delle piccole e medie imprese*, Unicopli Universitaria, Milano.
- Penrose E.T. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, New York.
- Perrini F. (1998), *Capitale di rischio e mercati per le PMI. Metodologie e canali di accesso al capitale per lo sviluppo*, Egea, Milano.
- Petersen M. and Rajan R.G. (1995), "The Effect of Credit market Competition on Lending Relationships", *Quarterly Journal of Economics*, 110 (2), pp. 407-443.
- Pezzani F. (1990), "Il quadro di riferimento: il controllo delle aziende", in Borgonovi E. (a cura di), *Il controllo economico nelle aziende sanitarie*, Egea, Milano.
- Pezzani F. (1993), "L'economia d'azienda e le determinazioni quantitative. L'evoluzione del-l'informativa di bilancio", in Andrei P., Azzali S., Bisaschi A., Fellegara A.M. e Pezzani F., *Il bilancio di esercizio nell'informativa esterna d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Pisoni P. (1996), "Le caratteristiche del sistema azienda", in AA.VV., *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino.
- Pisoni P. e Puddu L. (1996), "La finanza", in AA.VV., *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino.
- Pisoni P., Busso D., Bava F., Cane M., Devalle A. e Rizzato F. (2014), "La finanza aziendale", in L. Brusa (a cura di), *Lezioni di Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino.
- Pizzo M. (1996), *Natura economica e funzione informativa dei conti d'ordine*, Cedam, Padova.
- Poddighe F. (1984), *L'azienda nella fase istituzionale*, Corsi, Pisa.
- Poddighe F. (a cura di) (2004), *Analisi di bilancio per indici: aspetti operativi*, Cedam, Padova.
- Poli R. (1971), *Il bilancio d'esercizio. Evoluzioni e prospettive nell'economia dei paesi industrialmente progrediti*, Giuffrè, Milano.
- Ponzanelli G. (1977), *Lezioni di Ragioneria generale*, Tipografia Ticci, Siena.
- Potito L. (1980), *Il rendiconto finanziario nelle imprese*, Giannini, Napoli.
- Potito L. (2000), *Economia delle operazioni straordinarie d'impresa*, Cedam, Padova.
- Potito L. (2013), *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, 4<sup>a</sup> edizione, Giappichelli, Torino.
- Prencipe A. (2011), *Bilancio consolidato: tecniche di redazione e di analisi*, Egea, Milano.
- Prendergast (2000), "What Trade-Off of Risk and Incentives?", *American Economic Review*, 90 (2), pp. 421-425.
- Provasoli A. (1974), *Il bilancio d'esercizio destinato a pubblicazione*, Giuffrè, Milano.
- Provasoli A. (1989), "Il bilancio nel processo di comunicazione", in AA.VV., *Atti del Convegno "La comunicazione economica: valore aziendale o sociale"*, Egea, Milano.
- Provasoli A. (2007), "Prefazione", in Provasoli A. e Viganò A., *Bilancio. Valutazioni, lettura, analisi*, Egea, Milano.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Quagli A. (1997), "Il comportamento strategico delle piccole imprese", in Marchi L., Paolini A. e Quagli A., *Strumenti di analisi gestionale*, Giappichelli, Torino.
- Quagli A. (2013), *Bilancio di esercizio e principi contabili*, 6ª edizione, Giappichelli, Torino.
- Ranalli F. (1984), *Sulla capacità informativa delle strutture di bilancio*, Cedam, Padova.
- Ranalli F. (1994), *Il bilancio di esercizio. Caratteristiche e postulati*, I vol., Aracne, Roma.
- Rasmusen E. (1987), "Moral Hazard in Risk-Averse Teams", *The RAND Journal of Economics*, 18 (3), pp. 428-435.
- Rea M. (2008), *L'analisi di bilancio per il controllo della gestione*, Giappichelli, Torino.
- Rebora G. (1981), *Comportamento d'impresa e controllo sociale*, Etas Libri, Milano.
- Reilly B.J. and Di Angelo J.A. (1990), "Communication: a cultural system of meaning and value", *Human Relations*, 43 (2), pp. 129-140.
- Ricci R. (1989), "La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese", *Bancaria*, 44 (12), pp. 15-20.
- Rija M. (2006), *L'investimento istituzionale nel capitale di rischio delle piccole e medie imprese*, FrancoAngeli, Milano.
- Riparbelli A. (1962), *Correlazioni ed interdipendenze fra organismi aziendali*, Colombo Cursi, Pisa.
- Ross S.A. (2004), "Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness", *The Journal of Finance*, 59 (1), pp. 207-225.
- Rossi C. (1994), "Il sistema aziendale e le sue condizioni prospettiche di equilibrio", in Rossi C. (a cura di), *Temi e applicazioni di Economia Aziendale*, Cisalpino, Bologna.
- Rossi N. (1965), *Il bilancio dell'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Rugiadini A. (1979), *Organizzazione d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Rullani E. (1988), "La finanza e gli investimenti", in Rispoli M. (a cura di), *L'impresa industriale. Economia, tecnologia, management*, il Mulino, Bologna.
- Ruozi R. (1974), *Aspetti organizzativi e finanziari delle piccole e medie imprese lombarde*, Giuffrè, Milano.
- Ruozi R. (1979), "Il credito a medio ed a lungo termine e lo sviluppo delle medie imprese industriali", in AA.VV., *Canali e strumenti finanziari per le imprese industriali di medie dimensioni*, Cappelletti e Riscassi, Milano.
- Ruozi R. (1979), "Sulla diversificazione delle fonti creditizie", *Banche e banchieri*, 5, maggio.
- Ruozi R. (1996), "Presentazione", in Ruozzi R. (a cura di), *La gestione finanziaria delle piccole e medie imprese*, Egea, Milano.
- Rusconi G. (1988), *Bilancio sociale e d'impresa. Problemi e prospettive*, Giuffrè, Milano.
- Rutigliano M. (1982), "Struttura finanziaria e autofinanziamento nelle piccole e medie imprese: l'esperienza statunitense", in Rutigliano M., Pontiggia C., Preda M. e Santorsola G.G., *Struttura finanziaria e autofinanziamento nelle piccole e medie imprese*, Mediocredito Lombardo, Milano.



L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Saita M. (2005), *I fondamentali dell'economia e strategia aziendale*, Giuffrè, Milano.
- Salvioni D.M. (1983), *Il controllo finanziario della gestione*, Giuffrè, Milano.
- Salvioni D.M. (1992), *Il bilancio d'esercizio nella comunicazione integrata d'impresa*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D.M. (1997), *Il sistema di controllo della gestione*, Giappichelli, Torino.
- Salvioni D.M. (2003), "Comunicazione economico finanziaria e analisi della concorrenza", in Salvioni D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, FrancoAngeli, Milano.
- Salvioni D.M. (2003), "La comunicazione economico-finanziaria nell'evoluzione telematica dei flussi informativi", in Salvioni D.M. e Teodori C. (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano.
- Santesso E. (1991), *Valutazione di bilancio: aspetti economico-aziendali e giuridici*, Giappichelli, Torino.
- Sapienza P. (1997), "Le scelte di finanziamento delle imprese italiane", in Angeloni I., Conti V. e Passacantando F. (a cura di), *Le banche ed il finanziamento delle imprese*, il Mulino, Bologna.
- Sarcone S. (1989), *Bilancio annuale delle società di capitali e la quarta direttiva CEE*, Cacucci, Bari.
- Sarcone S. (1997), *L'azienda*, Giuffrè, Milano.
- Savioli G. (1996), *Gli indicatori di bilancio, Gli indicatori per l'analisi dell'efficienza*, Giappichelli, Torino.
- Schirone G. (2014), *Finanziamento della crescita e Minibond: il problema è una (possibile) parziale soluzione*, Prometea Advisory SIM, Bologna.
- Sciarelli S. (1995), *La crisi d'impresa*, Cedam, Padova.
- Sharpe S. (1990) "Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contrasts: a stylized model of customer relationship", *Journal of Finance*, 45 (4), pp. 1069-1087.
- Shavell S. (1979), "Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship", *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), pp. 55-73.
- Sica M. (1990), *Economia e bilanci d'impresa. Tematiche, ricerche e studi vari*, Utet, Torino.
- Sinatra A. (1988), "Da manager a imprenditore interno", in Invernizzi G., Molteni M. e Sinatra A., *Imprenditorialità interna: lo sviluppo di nuove attività nelle imprese*, Etas Libri, Milano.
- Singer P. (2000), *Alla ricerca della struttura finanziaria ideale*, Esperienze d'impresa.
- Singhvi S.S. e Desai H.B. (1971), "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure", *Accounting Review*, 46, gennaio, pp. 129-138.
- Sorci C. (2007), *Lo sviluppo integrale delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- Sostero U. (2014), *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano.
- Sostero U. e Buttignon F. (2001), *Il modello economico finanziario: introduzione alla costruzione e analisi del bilancio, al calcolo economico e alla valutazione dell'impresa*, Giuffrè, Milano.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Spagnuolo D. (1996), "L'esperienza delle commercial papers negli Stati Uniti ed in Europa", in Fauceglia G. (a cura di), *La raccolta bancaria del risparmio*, Giappichelli, Torino.
- Spagnuolo D. (2012), *La cambiale finanziaria tra forma cartolare e funzione finanziaria*, Giappichelli, Torino.
- Stigler G.J (1994), *Mercato, informazione, regolamentazione*, il Mulino, Bologna.
- Stiglitz J. (2000), "The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics", *Quarterly Journal of Economics*, 115 (4), pp. 1441-1478.
- Stock J.H. e Watson M.W. (a cura di) (2005), *Introduzione all'econometria*, Pearson Education, Milano.
- Storey D.J. (1984), *Understanding the small business sector*, Routledge, London.
- Superti Furga F. (1991), *Il bilancio d'esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano.
- Teodori C. (1997), "L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti", in Salvioni D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (2002), "L'efficacia della comunicazione di bilancio e l'analisi dei concorrenti", in Salvioni D.M. (a cura di), *L'efficacia della comunicazione economico-finanziaria e l'analisi della concorrenza*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (2002), *La costruzione e l'interpretazione del rendiconto finanziario*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (2008), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (2009), *Il rendiconto finanziario: caratteristiche, ruolo informativo ed interpretazione*, Giappichelli, Torino.
- Teodori C. (a cura di), *Internet e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, FrancoAngeli, Milano.
- Terzani S. (1978), *Le comparazioni di bilancio*, Cedam, Padova.
- Terzani S. (1995), *Introduzione al bilancio di esercizio*, Cedam, Padova.
- Tessitore A. (2006), "Documenti predisposti a supporto del gruppo di lavoro sulla cultura aziendale", in AA.VV., *Appunti per un dibattito sulla cultura aziendale*, Sidrea, Firenze.
- Titman S. and Wessels R. (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, 43 (1), pp. 1-19.
- Torcivia S. (1990), *Le determinazioni del R.O.E.: i differenti scopi conoscitivi in ambiti aziendali differenziati*, Giuffrè, Milano.
- Torcivia S. (2010), *L'analisi di bilancio per indici delle aziende vitivinicole siciliane grandi*, ISI, Palermo.
- Troiano V. (1994), *Le polizze di credito commerciale*, Cacucci, Bari.
- Troina G. (1994), *Note introduttive al bilancio d'esercizio*, Nuova cultura, Roma.
- Troisi G. (2014), *Come finanziare le PMI*, Ipsos, Milano.
- Urbani A. (2013), *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche del mercato*, Cedam, Milano.
- Value B. (2001), *Guide to Analysing Companies*, The Economist, Profile Books, London.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

- Van Horne J.C. (1972), *Financial management and policy*, 2<sup>nd</sup> edition, Prentice Hall International, London.
- Vegas G. (2013), *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva degli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*, VI Commissione Camera dei deputati (Finance), ottobre.
- Venanzi D. (1999), *La scelta della struttura finanziaria: teoria ed evidenza empirica*, Utet, Torino.
- Venanzi D. (2003), "Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese", in Venanzi D. (a cura di), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, Morlacchi, Perugia.
- Venanzi D. (2003), *Le decisioni di struttura finanziaria delle imprese italiane*, Morlacchi, Perugia.
- Venanzi D. (2010), *Il puzzle della struttura finanziaria*, Pearson Prentice Hall, Milano.
- Venanzi D. (2010), *La struttura finanziaria delle imprese*, Pearson Prentice Hall, Milano.
- Vender J.G. (1977), "Aspetti finanziari della quotazione in borsa per la media impresa", in Vender J.G. e Jovenitti P., *La quotazione in borsa*, Isedi, Milano.
- Vermiglio F. (1984), *Il bilancio sociale nel quadro evolutivo del sistema di impresa*, Grafo, Messina.
- Vicari S. (1989), *Nuove dimensioni della concorrenza. Strategie nei mercati senza confini*, Egea, Milano.
- Vicari S. (1991), *L'impresa vivente: itinerario in una diversa concezione*, Egea, Milano.
- Viganò E. (1973), "L'informativa esterna d'impresa", *Rivista dei dottori commercialisti*, maggio-giugno.
- Viganò E. (1990), *L'impresa e il bilancio europeo*, Cedam, Padova.
- Viganò E. (1996), *L'economia aziendale e la ragioneria*, Cedam, Padova.
- Viganò E. (a cura di) (1997), *Azienda. Primi contributi di una ricerca sistematica per un rinnovato concetto generale*, Cedam, Padova.
- Weil D. (2002), *The Benefits and Costs of Transparency: A Model of Disclosure Based Regulation*, working paper, Boston University School of Management, Harvard University, July.
- Weston J.F. e Brigham E.F. (1973), *Finanza Aziendale*, il Mulino, Bologna.
- Weston J.F. e Brigham E.F. (1978), *Managerial Finance*, The Dryden Press, Hinsdale.
- Wynarczyk P., Pieperopoulos P. e McAdam M. (2013), "Open innovation in small and medium-sized enterprises: an overview", *International Small Business Journal*, 31 (3), pp. 240-255.
- Zaghi K. (2003), "La distribuzione nel sistema moda", *Economia & Management*, 5.
- Zappa G. (1927), *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, Istituto Editoriale Scientifico, Milano.
- Zappa G. (1946), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- Zappa G. (1956), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo I, Giuffrè, Milano.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

Zappa G. (1957), *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Vol. I, Giuffrè, Milano.

Zappa G. (1962), *L'economia delle aziende di consumo*, Giuffrè, Milano.

Zoia M.G. e Barbieri L. (2012), *Complementi di econometria*, EDUCatt, Milano.

FrancoAngeli

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

*Accounting & Business Studies – Series*

---

- Miraglia R.A., Leotta A., *Il controllo nelle relazioni di fornitura tra imprese. Prospettive teoriche ed evidenze empiriche* (2012)
- Miraglia R.A., Leotta A., *Control in supply relations between businesses. Theoretical perspectives and empirical evidence* (2013)
- Giornetti A., *IFRIC 12 Accordi per servizi in concessione e qualità dell'informativa al mercato. Indagine tra le società quotate europee nel più ampio scenario della armonizzazione contabile* (2013)
- Giornetti A., *IFRIC 12 Service concession arrangements and market disclosure quality Investigation amongst European listed companies in the more extensive scenario of accounting standardization* (2014)
- Quagli A., Avallone F., *La comunicazione finanziaria delle imprese di gestione immobiliare* (2014)
- Carnevale C., *Stakeholder, CSR ed economie di mercato. La complementarità delle sfere economico-istituzionali* (2014)
- Giacosa E., *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese* (2015)

*Collected Works*

---

- Sibilio B. (a cura di), *I valori del museo. Strumenti e prospettive manageriali* (2014)

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore.

FrancoAngeli

ISBN: 9788891714558