



**Politecnico  
di Torino**

**Politecnico di Torino**

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

A.a. 2023/2024

Sessione di Laurea Marzo/Aprile 2024

**Struttura proprietaria e struttura  
finanziaria: Analisi empirica su un  
campione d'impresе quotate italiane**

Relatore:

Prof.ssa Laura Rondi

Candidato:

Luca Andreoli



# INDICE

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>5</b>
<b>CAPITOLO 1: TEORIE SULLE STRUTTURA DEL CAPITALE .....</b>	<b>7</b>
<b>1.1 IL TEOREMA DI MODIGLIANI MILLER .....</b>	<b>9</b>
<b>1.2 LA TRADE-OFF THEORY .....</b>	<b>14</b>
<b>1.3 AGENCY COST OF FREE CASH FLOW .....</b>	<b>18</b>
<b>1.4 LA PECKING ORDER THEORY .....</b>	<b>20</b>
<b>1.5 LA TEORIA DEL CICLO DI VITA .....</b>	<b>25</b>
<b>1.6 LA TEORIA DEL MARKET TIMING .....</b>	<b>27</b>
<b>1.7 SISTEMI A CONFRONTO: BANK VS MARKET ORIENTED .....</b>	<b>28</b>
<b>1.8 EVIDENZE EMPIRICHE .....</b>	<b>30</b>
<b>1.9 LA PROPRIETÀ COME DETERMINANTE NELLA STRUTTURA FINANZIARIA .....</b>	<b>34</b>
<b>CAPITOLO 2: IL CONTESTO ITALIANO .....</b>	<b>37</b>
<b>2.1 EVOLUZIONE ECONOMICA E NORMATIVA .....</b>	<b>37</b>
2.1.1 Il mercato azionario .....	38
2.1.2 Evoluzione legislativa .....	40
2.1.3 Protezione degli Investitori.....	41
<b>2.2 EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA FINANZIARIA .....</b>	<b>42</b>
2.2.1 Scenario corrente.....	50
2.2.2 Il mercato del credito .....	53
<b>2.3 ASSETTO PROPRIETARIO E MECCANISMI DI CONTROLLO .....</b>	<b>59</b>
2.3.1 Società non quotate .....	59
2.3.2 Società quotate.....	63
2.3.3 Gruppi piramidali .....	68
2.3.4 Dual class share e Coalizioni .....	69
2.3.5 Scenario Attuale.....	70
<b>CAPITOLO 3: DEBITO E STRUTTURA PROPRIETARIA.....</b>	<b>75</b>
<b>3.1 INVESTITORI ISTITUZIONALI E DEBITO .....</b>	<b>80</b>
<b>3.2 FOCUS ITALIA E IMPRESE FAMILIARI .....</b>	<b>81</b>
<b>3.3 L'ANALISI EMPIRICA DI ROSSI E CEBULA .....</b>	<b>87</b>
3.3.1 Il Modello .....	87
3.3.2 Le variabili di controllo .....	89
3.3.3 I risultati della regressione .....	93

<b>CAPITOLO 4: ANALISI EMPIRICA</b> .....	<b>100</b>
<b>4.1 I DATI E LE VARIABILI</b> .....	100
<b>4.2 LE STATISTICHE DESCRITTIVE</b> .....	103
<b>4.3 ANALISI DEL DEBITO</b> .....	110
<b>4.4 L'ANALISI DEI RISULTATI</b> .....	121
<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>132</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>134</b>



# INTRODUZIONE

La correlazione tra la struttura proprietaria e quella finanziaria delle aziende costituisce un ambito cruciale ma sorprendentemente poco esplorato nell'ambito accademico e nell'arena aziendale. Questa tesi si propone di investigare i driver che collegano la struttura proprietaria e la struttura finanziaria attraverso un'analisi esaustiva di diversi studi empirici condotti sul contesto italiano.

Sebbene gli studi sulla struttura finanziaria abbiano ricevuto notevole attenzione, la comprensione della rilevanza della struttura proprietaria come determinante chiave in questa configurazione è stata, in larga misura, trascurata o affrontata solo marginalmente. Questa ricerca si inserisce in questo contesto, ponendo l'accento su un ambito poco esplorato e vitale per comprendere appieno le dinamiche finanziarie delle imprese.

Il primo capitolo di questo lavoro si concentra su una dettagliata revisione delle principali teorie che sottendono le decisioni di struttura finanziaria. L'approfondimento teorico sarà fondamentale per comprendere le basi concettuali e i modelli interpretativi che hanno guidato la ricerca in questo campo, inclusi i contributi di Modigliani e Miller, la Trade-off Theory, la Pecking Order Theory e altre importanti prospettive accademiche.

Nel secondo capitolo, è delineato il contesto italiano, con uno sguardo approfondito sia alla struttura finanziaria che a quella proprietaria delle imprese italiane. Questa analisi fornisce il contesto necessario per comprendere il terzo capitolo, dove è condotta un'analisi di studi empirici rilevanti nel contesto italiano. Tale analisi è finalizzata principalmente a stabilire le fondamenta per l'analisi empirica successiva svolta nel capitolo 4.

Nel suddetto capitolo si presenta un'analisi empirica basata su un dataset di 173 società quotate italiane nel periodo compreso tra il 2000 e il 2021. Dopo una selezione accurata delle osservazioni e una serie di analisi descrittive, l'attenzione si concentra sull'esplorazione delle relazioni tra struttura proprietaria e decisioni finanziarie attraverso l'utilizzo di modelli di regressione. Questa parte dello studio offre una prospettiva più pratica e empirica sul tema trattato, consentendo di trarre conclusioni significative sulle dinamiche finanziarie delle imprese italiane.



# CAPITOLO 1: TEORIE SULLE STRUTTURA DEL CAPITALE

La scelta della struttura finanziaria è una delle più cruciali e dibattute nel contesto dell'economia aziendale. Essa determina la robustezza finanziaria di un'azienda e influenza direttamente la sua capacità di crescita e di creazione di valore nel lungo periodo. Questo capitolo si propone di esplorare in dettaglio le principali teorie che guidano le decisioni riguardanti il mix di debito ed equity utilizzato per finanziare le attività aziendali.

L'approfondimento di queste teorie sarà sostenuto dall'analisi delle evidenze emerse dagli studi empirici condotti nel campo, inclusi gli sforzi di autori che hanno esaminato l'applicabilità di tali teorie in contesti specifici. Si darà particolare enfasi anche alle differenze nell'applicabilità delle diverse teorie nei sistemi bank-based e market-based, fornendo un focus dettagliato su come queste teorie si manifestano e influenzano le decisioni finanziarie in tali sistemi.

La comprensione di queste teorie è fondamentale per una gestione finanziaria oculata e per il successo sostenibile delle imprese. Durante il corso di questo capitolo, saranno presentate e analizzate le seguenti teorie:

**Teoria di Modigliani e Miller:** Questa teoria costituisce il fondamento di tutte le analisi sulla struttura finanziaria. Propone che, in determinate condizioni, la scelta tra debito ed equity non influenzi il valore complessivo dell'azienda.

**Trade-off Theory:** Secondo questa teoria, le aziende cercano di bilanciare i vantaggi fiscali derivanti dall'impiego del debito con i costi correlati, al fine di determinare la combinazione ottimale di fonti di finanziamento.

**Agency Cost of Free Cash Flows:** Verrà esaminato come i manager possono avere incentivi a utilizzare il free cash flow in modi che potrebbero non allinearsi con la massimizzazione del valore per gli azionisti.

**Pecking Order Theory:** Questa teoria suggerisce che le aziende tendano a seguire un ordine sequenziale di finanziamento, partendo dai fondi interni, passando attraverso il debito e, solo in ultima istanza, ricorrendo all'emissione di equity.

Life Cycle Theory: Questa teoria mostra il modo in cui le imprese dovrebbero ottenere finanziamenti in base alla fase di sviluppo in cui si trovano.

Market Timing Theory: Verrà illustrato come le aziende cerchino di sfruttare i momenti favorevoli del mercato azionario per emettere equity, anche in assenza di un immediato bisogno di finanziamenti.

L'approfondita analisi di queste teorie offrirà un quadro completo delle dinamiche finanziarie che le aziende devono affrontare nella determinazione della struttura finanziaria ottimale, in linea con gli obiettivi di crescita e valore aziendale.

Inoltre, alla conclusione di questo capitolo, sarà fornita un'analisi della letteratura esistente che riguarda l'influenza della struttura proprietaria sulla struttura finanziaria. È importante notare che questa sfera di ricerca è stata scarsamente esplorata in passato, e il progetto di questa tesi mira ad esaminare in dettaglio le evidenze emerse al fine di comprendere al meglio i meccanismi di correlazione tra le due variabili. Si tratterà brevemente la limitata disponibilità di studi approfonditi sull'interazione tra struttura della proprietà e struttura finanziaria, fornendo così un'anteprima della direzione presa da questa ricerca per affrontare questo tema fondamentale e sotto esplorato.

Sono di seguito riportati, e riassunti in Tabella 1, i principali vantaggi e svantaggi di Debito ed Equity, che nel corso di questo capitolo verranno ripresi dalle sopracitate teorie.

Finanziare un'impresa via equity significa aumentare il capitale proprio mediante la vendita di azioni/emissione di nuove azioni tramite il mercato azionario pubblico o il mercato privato.

I principali vantaggi che si possono elencare sono:

- finanziamento permanente, non ha una data di scadenza
- non comporta alcun rischio di insolvenza per l'azienda

Mentre come svantaggi:

- costoso, il costo dell'equity è maggiore al costo del debito, per via di un maggiore costo opportunità
- diluisce il controllo dei vecchi azionisti

D'altra parte, si fa riferimento al debito quando si parla di prestiti emessi dalle banche, emittenti di debito privati o obbligazioni.

I vantaggi del debito sono esattamente il contrario degli svantaggi dell'Equity, ovvero, non diluisce il controllo ed è meno costoso.

Gli svantaggi d'altro canto, lo rendono molto meno attrattivo, perché non è un finanziamento permanente e comporta un rischio di default. Arrivati ad un certo punto, l'impresa dovrà ripagare il debito, ma se la disponibilità non lo permette essa andrà in default.

Perché il debito è meno costoso? Semplicemente perché è più sicuro rispetto all'equity. Gli azionisti sono gli ultimi ad essere ripagati, mentre i creditori entrano in possesso della loro parte precedentemente.

*Tabella 1 Principali caratteristiche di Debito ed Equity*

	<b>Debito</b>	<b>Equity</b>
<b>Diluizione</b>	No	Si
<b>Rischio di default</b>	Si	No
<b>Pagamento di interessi</b>	Si	No
<b>Costo del capitale</b>	Minore	Maggiore
<b>Deduzione fiscale</b>	Si	No

## 1.1 IL TEOREMA DI MODIGLIANI MILLER

Il teorema di Modigliani-Miller<sup>1</sup> rappresenta comunemente il punto di partenza nello studio della struttura finanziaria ottimale. È stato formulato nel 1958 dagli economisti Franco Modigliani e Merton Miller. Nel corso del tempo, sono state proposte teorie alternative che superano alcune delle ipotesi semplificative e limitative originarie, considerando aspetti

---

<sup>1</sup> Modigliani F, M.H. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297

sociali, organizzativi ed economici. È imperativo superare le ipotesi di irrilevanza del teorema affinché la struttura del capitale possa effettivamente incidere sul valore aziendale.

La prima formulazione della teoria di Modigliani Miller presentava delle limitazioni in quanto si basava sulle seguenti assunzioni:

- Mercati dei capitali perfetti (concorrenziali, simmetria informativa e costi di transazione nulli)
- Tassazione nulla o neutralità fiscale
- Imprese ed individui godono della stessa credibilità e possono prendere a prestito allo stesso tasso
- Assenza di costi di fallimento

Questa costituisce la prima formulazione del Teorema di Modigliani Miller, basata sull'ipotesi di mercati perfettamente efficienti.

Preposizione I (M&M I):

$$V_L = V_U$$

Con:

- $V_U$  = Valore dell'impresa Unlevered (impresa finanziata unicamente tramite Equity)
- $V_L$  = Valore dell'impresa Levered (impresa finanziata attraverso un mix Debito-Equity)

La prima proposizione sostiene essenzialmente che la struttura del capitale dell'azienda non influisce sul suo valore. Poiché il valore di un'azienda è calcolato come il valore presente dei flussi di cassa futuri, la struttura del capitale non può influenzarlo. Inoltre, in mercati perfettamente efficienti, le aziende non pagano alcune tasse. Di conseguenza, un'azienda con una struttura del capitale interamente basata sul debito non ottiene alcun vantaggio dai pagamenti di interessi deducibili dalle tasse.

*'I have a simple explanation [for the first Modigliani-Miller proposition]. It's after the ball game, and the pizza man comes up to Yogi Berra and he says, 'Yogi, how do you want me to cut this pizza, into quarters?' Yogi says, 'No, cut it into eight pieces, I'm feeling hungry*

tonight.' Now when I tell that story the usual reaction is, 'And you mean to say that they gave you a [Nobel] prize for that?''<sup>2</sup>

Miller spiega con questo esempio semplicemente che, come nel caso della pizza, anche per una azienda, le fonti di finanziamento stabiliscono unicamente la suddivisione dei guadagni, e non il valore totale.

In Figura 1 è evidenziato che la quantità dei flussi di cassa destinati agli investitori (che siano shareholders o bondholders) è la medesima in entrambi i casi.

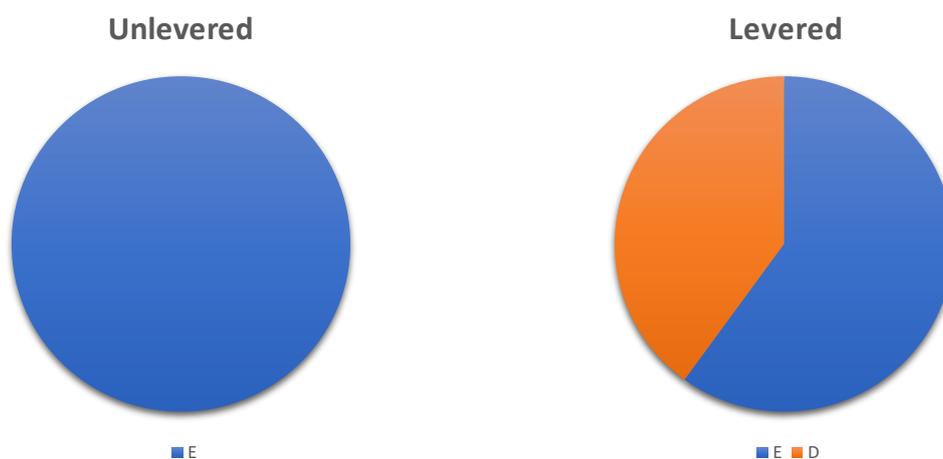


Figura 1: Suddivisione dei flussi di cassa nel caso in cui l'impresa sia Unlevered (100% Equity) e nel caso in cui sia Levered (60% Equity e 40% Debt) in assenza di tasse

Preposizione II (M&M I):

$$r_E = r_U + \frac{D}{E} \times (r_U - r_D)$$

Dove:

- $r_E$  = costo dell'equity Levered
- $r_U$  = costo dell'equity Unlevered
- $r_D$  = costo del debito
- $\frac{D}{E}$  = rapporto Debito-Equity

---

<sup>2</sup> Merton H. Miller, from his testimony in Glendale Federal Bank's lawsuit against the U.S. government, December 1997

La seconda proposizione del Teorema di Modigliani Miller afferma che il costo del capitale proprio dell'azienda è direttamente proporzionale al livello di leva finanziaria dell'azienda. Un aumento del livello di leva finanziaria comporta una maggiore probabilità di insolvenza per l'azienda. Di conseguenza, gli investitori tendono a richiedere un maggiore costo del capitale proprio (rendimento) per essere compensati per il rischio aggiuntivo.

Altra importante e fondamentale implicazione è che il costo medio del capitale (WACC) non dipende dal volume e dalla struttura del capitale ma è condizionato unicamente dal rischio intrinseco aziendale. Segue la sua definizione.

$$WACC = r_E \times \frac{E}{E + D} + r_D \times \frac{D}{E + D}$$

Al contrario, la seconda versione del Teorema di Modigliani Miller<sup>3</sup> è stata sviluppata per adattarsi meglio alle condizioni del mondo reale. Le ipotesi della nuova versione implicano che le aziende pagano le tasse.

Preposizione I (M&M II):

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

Con:

- $\tau_C$  = Aliquota Fiscale
- $D$  = Debito

La prima proposizione afferma che i vantaggi fiscali derivanti dai pagamenti di interessi deducibili dalle tasse fanno sì che il valore di un'azienda levered sia superiore a quello di un'azienda unlevered. Il concetto principale dietro al teorema è che i pagamenti di interessi deducibili dalle tasse influenzano positivamente i flussi di cassa di un'azienda. Poiché il valore di un'azienda è determinato come il valore presente dei flussi di cassa futuri, e  $\tau_C \times D$  è proprio il valore attuale degli scudi fiscali dati dal debito, il valore di un'azienda levered aumenta.

---

<sup>3</sup> Merton Miller; Franco Modigliani, 1963, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, in American Economic Review, vol. 3, n. 53, pp. 433-443

In Figura 2 è illustrato in modo chiaro come la presenza di debito faccia aumentare il flusso di cassa totale destinato agli investitori. I bondholders, non essendo per loro natura i residual claimant dei flussi generati, si appropriano della loro parte prima di chiunque altro, andando a diminuire così l'imponibile, lasciando una 'fetta' più piccola allo stato.

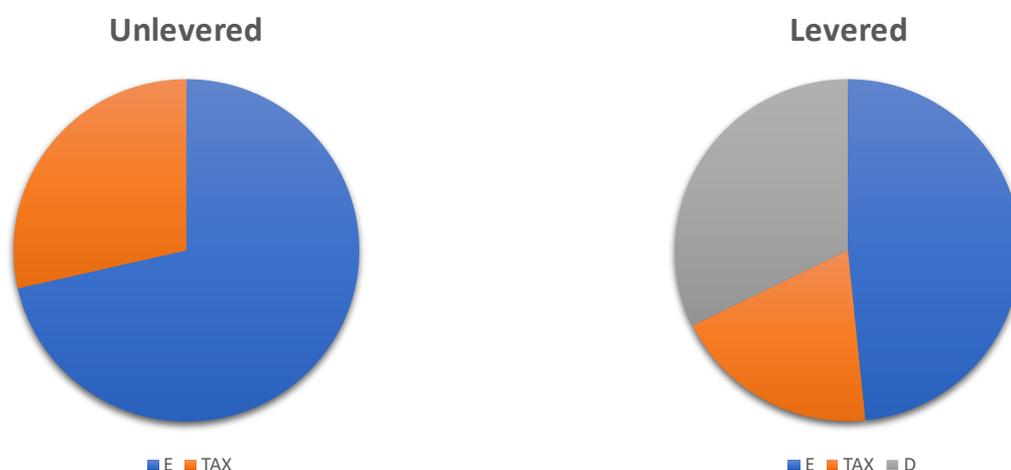


Figura 2: Suddivisione dei flussi di cassa nel caso in cui l'impresa sia Unlevered (100% Equity) e nel caso in cui sia Levered (70% Equity e 30% Debt) con un'aliquota fiscale del 30%

Tornando all'esempio dello Yogi Bear, si può illustrare la presenza delle tasse nel seguente modo. Quando un'azionista prende una 'fetta' di pizza, il governo prende anch'esso una fetta come pagamento di tasse. Mentre, quando un detentore di debito, un creditore, ottiene una fetta è come se ottenesse un rimborso, e dunque non ci sono tasse.

Miller<sup>4</sup> stesso, qualche anno dopo, include nell'analisi i tassi di imposta sul reddito personale e giunge alla conclusione che anch'essi sono rilevanti nella definizione ottimale della struttura finanziaria di un'impresa. Se i flussi di cassa distribuiti agli azionisti sono tassati a un'aliquota di imposta personale inferiore rispetto a quella applicata al pagamento degli interessi sui prestiti, il vantaggio fiscale di cui gode il debito a livello aziendale è parzialmente controbilanciato.

Preposizione II (M&M II):

$$r_E = r_U + \frac{D}{E} \times (r_U - r_D) \times (1 - \tau_C)$$

<sup>4</sup> Miller M. H. (1977), "Debt and Taxes", The Journal of Finance, Vol. 32, No. 2, pp. 261-275

La seconda proposizione per le condizioni del mondo reale afferma che il costo del capitale proprio ha una relazione direttamente proporzionale con il livello di leva finanziaria.

Tuttavia, la presenza di vantaggi fiscali influenza questa relazione rendendo il costo del capitale proprio meno sensibile al livello di leva. Anche se l'ulteriore debito aumenta ancora il rischio di insolvenza dell'azienda, gli investitori sono meno inclini a reagire negativamente all'azienda che assume ulteriore leva finanziaria, in quanto ciò crea vantaggi fiscali che aumentano il suo valore.

In questo caso, il costo medio del capitale diminuisce all'aumentare della leva finanziaria.

$$WACC = r_E \times \frac{E}{E + D} + r_D \times \frac{D}{E + D} \times (1 - \tau_c)$$

In realtà, questo rilassamento dei vincoli, per passare dal mondo ideale a quello reale, non è completo.

## 1.2 LA TRADE-OFF THEORY

In base alle conclusioni di Modigliani Miller, tenendo conto delle imposte sulle società e della possibilità di dedurre gli interessi, sembra che il valore di mercato dell'azienda possa crescere attraverso l'indebitamento, grazie ai benefici fiscali associati al debito. Questo porta a una sorta di paradosso, in cui sembrerebbe possibile indebitarsi all'infinito, poiché la scelta ottimale sarebbe quella di sfruttare completamente questa opportunità di finanziamento. Nel modello di Modigliani Miller nessun parametro quantifica effettivamente il rischio crescente di insolvenza, ovvero l'incapacità dell'impresa nell'adempiere alle proprie obbligazioni. Il fallimento ha ovviamente un costo, esso può variare in base all'industria, alle dimensioni e al modello di business dell'azienda. Aziende con costi fissi elevati o *asset-intensive* potrebbero avere costi di dissesto finanziario più elevati rispetto a quelle con costi fissi inferiori o con attività orientate ai servizi.

Nel 2019, il legislatore, nel nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, ha sostituito il termine 'Fallimento' con 'Liquidazione Giudiziale' con lo scopo di eliminare

«l'aura di negatività e di discredito, anche personale, che storicamente si accompagna»<sup>5</sup> alla parola fallimento.

I costi di fallimento possono essere suddivisi in due categorie, diretti ed indiretti<sup>6</sup>.

Diretti:

- Professionisti, come esperti legali e contabili, consulenti ed altri esperti in crisi societarie potrebbero essere assunti. Consulenti finanziari o banche d'investimento potrebbero contribuire con una ristrutturazione finanziaria.
- I creditori potrebbero avere spese legali e aspettare molto tempo prima di recuperare il credito.
- Tra il 5 e il 15% degli asset dell'impresa è facilmente consumato dai costi diretti.

Indiretti:

- Il management dell'azienda potrebbe trovarsi nella difficile posizione di dover dedicare una considerevole parte del suo tempo e risorse a gestire la situazione finanziaria critica anziché dedicarsi alla gestione delle attività.
- Perdita dei clienti, fornitori e dipendenti
- Costi di agenzia derivanti da conflitti di interesse tra azionisti ed obbligazionisti. Gli azionisti vogliono evitare una dichiarazione di fallimento formale mentre gli obbligazionisti vogliono mantenere le risorse intatte in modo da poter ricevere almeno quel valore residuo. Questi interessi contrapposti spingono il management ad intraprendere azioni che potrebbero peggiorare la situazione come investire in progetti ad alto rischio (*risk shifting*), non intraprendere progetti con valore attuale netto (NPV) positivi (*underinvestment*) o prosciugare la liquidità distribuendo elevati dividendi (*milking the property*).
- Svendite (*Fire Sale*)

L'introduzione dei costi di fallimento conduce ad un'altra importantissima teoria, la Trade-off Theory<sup>7</sup>. Il processo decisionale si basa sull'obiettivo di massimizzare il valore

---

<sup>5</sup> PROPOSTA DI LEGGE d'iniziativa dei deputati FABBRI, PAGANI, MONTRONI; Modifiche al regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, in materia di diritti del fallito nella procedura fallimentare; 2016

<sup>6</sup> Warner, Jerold B. "Bankruptcy Costs: Some Evidence." *The Journal of Finance* 32, no. 2 (1977): 337-47

<sup>7</sup> Kraus A., Litzenberger R. (1973), "A State Preference Model of Optimal financial Leverage", *Journal of Finance* 28, pp. 911-922

Baxter N (1967) Leverage, risk of ruin and the cost of capital. *J Finance* 22: 395-403

dell'azienda modificando la struttura del capitale combinando le fonti di finanziamento esterne, ovvero debito ed equity. Un indicatore dell'alto valore dell'azienda sono i prezzi elevati delle azioni. Pertanto, la struttura del capitale ottimale è una struttura che genera il prezzo più elevato delle azioni. Un altro indicatore di una struttura del capitale ottimale è il minor costo ponderato del capitale (WACC). Secondo Myers<sup>8</sup>, un'impresa che segue la Trade-off theory stabilisce un rapporto debito-equity target e si muove gradualmente verso questo obiettivo. Il target è determinato bilanciando i vantaggi fiscali del debito con i costi derivanti dalla bancarotta. Nella realtà, l'incremento continuo del debito non aumenterà il valore dell'impresa perché aumenta il rischio dell'azienda. Un alto debito può comportare il rischio di insolvenza. Se ciò accade, diminuirà il valore dell'azienda.

Ciò significa che una società cerca di determinare la quantità ottimale di debito che può assumere senza superare il punto in cui i costi superano i benefici. Questo punto è conosciuto come il punto di equilibrio, o punto di ottimo, tra debito ed equity.

Come illustrato in Figura 3 in presenza sia di tasse che di costi di fallimento il valore dell'impresa Levered cresce con l'aumentare del debito fino ad un punto di ottimo prima di invertire la sua tendenza e dunque diminuire. In questo punto, i benefici forniti dagli scudi fiscali e il costo di fallimento si compensano perfettamente.

Questi costi, in un mercato imperfetto, e dunque in quello reale, sono concreti e quindi direttamente percepiti dagli azionisti e dai creditori. Tutto ciò si traduce in una riduzione del valore dell'impresa e quantificata in maniera seguente:

$$V_L = V_U + \tau_c \times D - PV(\text{Costi di fallimento})$$

Dove  $PV(\text{Costi di fallimento})$  è il valore attuale dei costi ipotizzati in precedenza.

---

<sup>8</sup> Myers, Stewart C. "Capital Structure Puzzle," Journal of Finance, Vol. 39, No. 3, July 1984, pp. 575-592

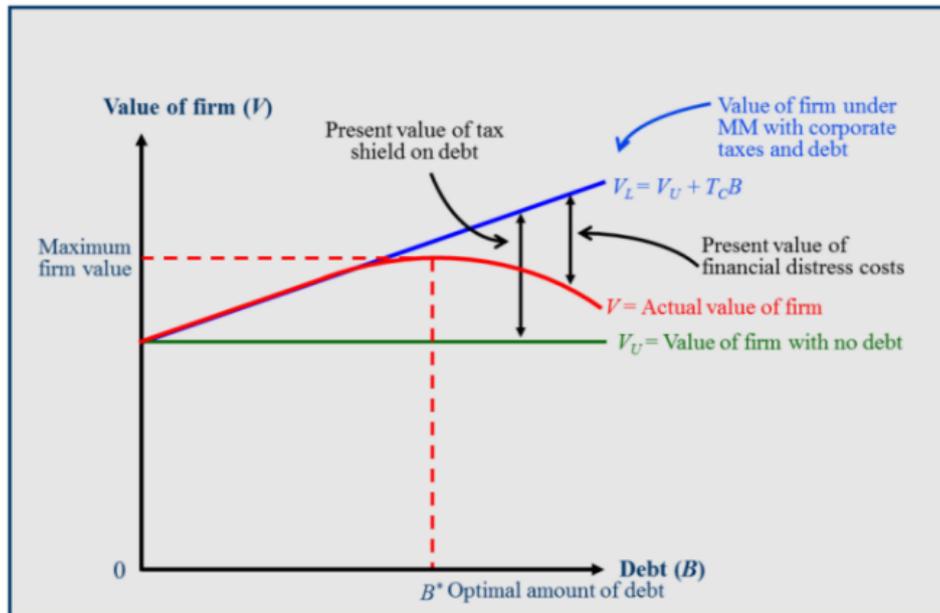


Figura 3: Valore dell'impresa al variare della quota di Debito. In BLU, il valore dell'impresa Levered secondo la teoria di Modigliani Miller in presenza di tassazione. In ROSSO, il valore dell'impresa Levered secondo la teoria del trade-off, determinato dalla presenza dei costi di fallimento. In VERDE, il valore dell'impresa Unlevered.

Dalle ricerche empiriche sono stati ottenuti risultati contrastanti. Fama e French<sup>9</sup> hanno concluso che molte delle previsioni condivise dalla teoria del trade-off tendevano a funzionare bene nei loro test, tuttavia, quando le previsioni venivano confermate, l'attribuzione alla teoria era poco chiara. Tucker e Stoja<sup>10</sup> hanno suggerito che la teoria del trade-off potesse spiegare determinati aspetti delle politiche di struttura del capitale delle aziende nel Regno Unito, ma non forniva una spiegazione generale soddisfacente dei loro comportamenti nel mondo reale.

Secondo l'analisi di Frank e Goyal<sup>11</sup>, sulle aziende statunitensi quotate in borsa nel periodo 1950-2003, emerge una complessa valutazione dei modelli di indebitamento aziendale. Dall'esame di sei fattori principali, come l'indebitamento medio per settore, il market-to-book ratio, le dimensioni aziendali e altri, si evidenziano varie debolezze nelle teorie

<sup>9</sup> Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt." *The Review of Financial Studies* 15, no. 1 (2002): 1-33

<sup>10</sup> Tucker, J., & Stoja, E. (2011). Industry membership and capital structure dynamics in the UK. *International Review of Financial Analysis*, 20(4), 207-214

<sup>11</sup> Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal. "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?" *Financial Management*, vol. 38, no. 1, 2009, pp. 1-37

predominanti. La teoria del trade-off sembra offrire spiegazioni più immediate per diversi aspetti dell'indebitamento aziendale, considerando variabili come l'indebitamento settoriale, la dimensione aziendale e il rapporto market-to-book. Tuttavia, è stato identificato un collegamento negativo tra redditività e indebitamento, che può essere compreso all'interno di un quadro dinamico di accumulo di utili e investimenti in capacità produttiva.

### **1.3 AGENCY COST OF FREE CASH FLOW**

Nel contesto aziendale, emergono contrasti tra gli interessi e gli incentivi dei manager e degli azionisti su questioni quali le dimensioni ottimali dell'impresa e le erogazioni di denaro agli azionisti. Questi conflitti risultano particolarmente critici in imprese con free cash flow considerevoli, ossia con disponibilità di liquidità superiore alle opportunità di investimento profittevoli. La teoria presentata da Micheal Jensen<sup>12</sup> fornisce una spiegazione dei benefici derivanti dall'utilizzo del debito per mitigare i costi dell'agenzia associati ai free cash flow.

I manager all'interno di un'azienda svolgono il ruolo di agenti degli azionisti, ma questa dinamica spesso porta a interessi contrastanti. La teoria dell'agenzia, un importante campo di studio nell'ambito dell'economia, si focalizza su questa interazione e analizza i conflitti che ne derivano. Un aspetto spesso trascurato riguarda le distribuzioni di denaro agli azionisti, le quali possono generare tensioni significative. Questi pagamenti limitano le risorse a disposizione dei manager, riducendo così il loro grado di controllo e aumentando la probabilità di sorveglianza da parte dei mercati finanziari, specialmente quando l'azienda necessita di nuovi finanziamenti.

La realizzazione di progetti tramite finanziamenti interni permette di evitare tale tipo di controllo esterno e il rischio di non avere accesso ai fondi o di doverli ottenere a costi elevati. I manager sono spinti ad espandere le loro aziende oltre la dimensione ottimale, poiché questo accresce il loro potere grazie al controllo di un maggior numero di risorse. Tale crescita porta anche ad un aumento della loro remunerazione, come confermato da diversi studi che mostrano una correlazione positiva tra la crescita delle vendite e le variazioni nella retribuzione. L'orientamento delle aziende a promuovere i manager tramite avanzamenti di

---

<sup>12</sup> Jensen M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", American Economic Review 76, pp. 323–339

carriera, anziché attraverso premi annuali, crea un forte impulso verso la crescita per soddisfare le nuove esigenze derivanti da tali sistemi di compensazione basati sul merito. I conflitti tra azionisti e manager riguardo alle politiche di distribuzione diventano particolarmente rilevanti quando l'organizzazione produce un free cash flow considerevole.

La domanda chiave riguarda il modo in cui incentivare i manager a distribuire il denaro anziché investirlo a un costo del capitale inferiore o dissiparlo in inefficienze organizzative. La teoria di Jensen illustra i vantaggi dell'utilizzo del debito nell'abbassare i costi dell'agenzia associati ai free cash flow.

Secondo il pensiero di Jensen, i manager di un'impresa con free cash flow consistenti possono aumentare i dividendi o riacquistare azioni, distribuendo così denaro corrente che altrimenti sarebbe stato investito in progetti a basso rendimento o sprecato. Questo lascia ai manager il controllo sull'uso di futuri free cash flow, ma possono promettere di distribuire futuri free cash flow annunciando un aumento "permanente" dei dividendi. Tali promesse sono deboli perché i dividendi possono essere ridotti in futuro. Il fatto che i mercati del capitale puniscano i tagli ai dividendi con ampie riduzioni dei prezzi delle azioni è coerente con i costi dell'agenzia del flusso di cassa libero.

La creazione di debito, senza trattenere il ricavato dell'emissione, consente ai manager di vincolare efficacemente la loro promessa di distribuire futuri flussi di cassa. Quindi il debito può essere un valido sostituto dei dividendi. Emettendo debito in cambio di azioni, i manager vincolano la loro promessa di distribuire futuri flussi di cassa in modo che non possa essere realizzato con semplici aumenti dei dividendi. In tal modo, concedono ai possessori di titoli di debito il diritto di portare l'azienda in tribunale fallimentare se non mantengono la promessa di effettuare i pagamenti di interessi e capitale. Quindi il debito riduce i costi dell'agenzia dei free cash flow riducendo il flusso di cassa disponibile per le spese a discrezione dei manager. Questi effetti di controllo del debito sono un potenziale determinante della struttura del capitale.

Ciò non significa che l'emissione di debito avrà sempre effetti positivi sul controllo. Ad esempio, questi effetti non saranno così importanti per le organizzazioni in rapida crescita con progetti di investimento redditizi e non finanziati, ma senza flusso di cassa libero. Tali organizzazioni dovranno ricorrere regolarmente ai mercati finanziari per ottenere capitale. In questi momenti i mercati hanno l'opportunità di valutare l'azienda, la sua gestione e i

progetti proposti. Le banche d'investimento e gli analisti svolgono un ruolo importante in questo monitoraggio, e la valutazione del mercato è resa evidente dal prezzo che gli investitori pagano per i titoli finanziari.

La funzione di controllo del debito è più importante nelle organizzazioni che generano ampi flussi di cassa ma hanno basse prospettive di crescita, e ancor più importante nelle organizzazioni che si avvicinano alla fase di declino. In queste organizzazioni le pressioni per sperperare i flussi di cassa investendoli in progetti non redditizi sono più gravi.

La teoria del free cash flow aiuta sensibilmente Jensen a spiegare i risultati di una sua precedente analisi riguardo agli effetti della ristrutturazione finanziaria. Gli studi sulle variazioni dei prezzi delle azioni in seguito a comunicazioni riguardanti modifiche nella struttura del capitale hanno evidenziato che le transazioni che comportano un aumento dell'indebitamento, come i riacquisti di azioni o lo scambio di debito con azioni privilegiate, hanno generato consistenti incrementi nei prezzi delle azioni ordinarie. Al contrario, le operazioni che riducono l'indebitamento hanno determinato una diminuzione dei prezzi delle azioni. Tuttavia, alcune transazioni particolari, come i riacquisti mirati e la vendita di debito o azioni privilegiate, sono associate a variazioni anomale dei prezzi. Questi risultati sono in linea con le previsioni della teoria del free cash flow, che suggerisce che cambiamenti nei pagamenti agli azionisti influenzano i prezzi delle azioni.

## **1.4 LA PECKING ORDER THEORY**

Dalle precedenti teorie si evince che l'asimmetria informativa gioca un ruolo cruciale nella definizione della struttura finanziaria di un'impresa. In sostanza, si è di fronte ad una asimmetria informativa quando i soggetti che partecipano ad uno scambio (e quindi ad un contratto) non hanno le stesse informazioni, nel dettaglio l'agente dispone di informazioni private che il principale non ha<sup>13</sup>.

Si identificano tre forme di asimmetrie informative:

- Informazione nascosta o selezione avversa

---

<sup>13</sup> Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 4, 1976, Pages 305-360

È di tipo precontrattuale. L'agente, in questo caso il manager, ha maggiori informazioni circa la futura profittabilità dei progetti rispetto al principale, azionisti e potenziali investitori esterni: da un lato ha difficoltà a convincerli a finanziare il progetto, dall'altro gli investitori temono che se ne approfitti.

- Azione nascosta o rischio morale

Al contrario, è di tipo post contrattuale. Il manager può nascondere le sue azioni e il suo impegno. Gli azionisti chiedono uno sconto altrimenti non sono disposti a finanziare l'impresa perché temono queste azioni.

- Non verificabilità

L'informazione è talvolta nota sia ai managers sia agli investitori, ma a causa di contratti incompleti non può essere verificata da terzi in tribunale.

Si deduce che avere informazione asimmetrica genera dei costi non indifferenti, partendo dai costi di scrittura, di stipula e di esecuzione di un contratto fino ad arrivare ai costi di monitoraggio o agli incentivi per allineare gli interessi fra le parti.

I costi di monitoraggio, o di controllo, rappresentano le spese sostenute dal principale nel monitorare e verificare il comportamento dell'agente. In questa categoria rientrano anche gli schemi di incentivi messi in atto dalla proprietà. L'adesione a mercati azionari, che coinvolge analisti finanziari, investitori istituzionali, rappresenta un ulteriore strumento per limitare la discrezionalità del management attraverso l'aggiunta di un controllo esterno.

Inoltre, vi sono i "costi di riassicurazione", o *bonding*, che sono le spese sostenute dall'agente per convincere il principale che le sue azioni sono conformi agli interessi del principale. Ad esempio, potrebbero essere costi legati alla produzione di report o alla validazione del comportamento dell'agente da parte di un ente terzo. O meglio ancora accettare schemi di incentivi molto rischiosi e tenere una quota di partecipazione cospicua.

Infine, ci sono i "costi residuali", che derivano da ulteriori conflitti di interesse che né l'attività di controllo né quella di riassicurazione sono in grado di risolvere completamente.

Dal momento in cui sono stati resi espliciti i costi di agenzia, si passa ad analizzare un'altra fondamentale teoria, la Pecking order theory. Questa teoria è stata originariamente proposta

da Donaldson<sup>14</sup> nel 1961 e successivamente adattata da Myers e Majluf<sup>15</sup> nel 1984. Essa postula che il costo del finanziamento aumenti con l'asimmetria informativa.

Il finanziamento proviene da tre fonti: fondi interni, debito e nuovo equity. Le aziende danno priorità alle fonti di finanziamento, preferendo prima il finanziamento interno e poi il debito, ricorrendo all'emissione di equity solo come ultima risorsa.

Questa teoria sostiene che le aziende seguono una gerarchia di fonti di finanziamento e preferiscono il finanziamento interno (profitti reinvestiti e cash flow) quando disponibile, in quanto non implicano i costi di agenzia e costi di emissione che sorgerebbero richiedendo un finanziamento all'esterno, come visto precedentemente.

A seguire si colloca il ricorso al mercato del credito (banche o obbligazioni) per due principali motivi. In primis, le banche contribuiscono a ridurre l'asimmetria informativa attraverso l'attuazione di processi di analisi e controllo, limitando di conseguenza il costo derivante dal problema di agenzia. A seguire, quando le banche concedono credito a un'azienda, trasmettono un segnale positivo di fiducia al mercato, come ipotizzato dalla teoria dei segnali<sup>16</sup>. Ottenere un credito dalle banche non è semplice per via della loro elevata avversione al rischio oltre che all'asimmetria informativa, e ciò comporta un sostanziale razionamento del credito.

Infine si trova l'equity. La quotazione o l'aumento di capitale il mezzo meno preferito per raccogliere capitale perché quando i dirigenti, che si presume siano più informati sulle reali condizioni dell'azienda rispetto agli investitori, emettono nuovo equity, gli investitori credono che i dirigenti ritengano che l'azienda sia sopravvalutata e che stiano approfittando di questa sopravvalutazione. Una emissione di equity porterebbe quindi a un calo del prezzo delle azioni. Tuttavia, questo non si applica alle industrie ad alta tecnologia, dove l'emissione di equity è preferibile a causa dell'alto costo di emissione del debito dato l'immateriale natura degli asset.

---

<sup>14</sup> Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston

<sup>15</sup> Myers S.C., Majluf, N.S. (1984) "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187–221

<sup>16</sup> Spence, M. (1973). *Job Market Signaling*. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374

L'asimmetria informativa favorisce l'emissione di debito rispetto all'equity, poiché l'emissione di debito segnala la fiducia del Consiglio di amministrazione che un investimento sia redditizio e che il prezzo attuale delle azioni sia sottovalutato (nel caso di sopravvalutazione del prezzo delle azioni, sarebbe favorita l'emissione di equity).

In precedenza, è stata citata la teoria dei segnali, introdotta da Michael Spence, nell'articolo pionieristico intitolato "Job Market Signaling" pubblicato nel 1973, e sviluppata nel 1977 da Ross<sup>17</sup>, Leland e Pyle<sup>18</sup>. L'articolo di Spence non si riferisce specificamente alla finanza aziendale, ma alla teoria dei segnali nel contesto del mercato del lavoro. Tuttavia, i principi della teoria dei segnali sono stati successivamente applicati e sviluppati in vari campi, tra cui la finanza aziendale, in particolar modo dai tre autori citati in precedenza.

L'idea centrale di questa teoria deriva dalla disparità di informazioni tra gli imprenditori e gli investitori esterni. Pertanto, l'unico modo per convincere i finanziatori a investire nei progetti imprenditoriali è mediante l'invio di segnali, ovvero attraverso specifici comportamenti che fungono da indicatori positivi sulla qualità dei progetti proposti.

Il segnale considerato da questi studiosi è l'impegno dell'imprenditore nell'utilizzare risorse proprie nei progetti. In presenza di informazioni asimmetriche, la disponibilità dei finanziatori ad investire nell'impresa è direttamente proporzionale alle risorse che l'imprenditore stesso investe, quindi al rapporto tra il capitale di rischio e il totale del passivo.

Le modalità di finanziamento dell'impresa influenzano significativamente il suo valore; infatti, le aziende con un'elevata quota di capitale proprio sono valutate più positivamente rispetto a quelle con un alto ricorso al debito, tenute costanti le altre condizioni. Ciò implica che le imprese con una maggiore capitalizzazione hanno una maggiore capacità di indebitamento poiché trovano maggior favore da parte dei finanziatori per investire nei loro progetti. Un livello di capitalizzazione elevato rappresenta un segnale di solidità dell'azienda, consentendole di raccogliere capitale attraverso l'indebitamento.

---

<sup>17</sup> Ross S.A., The determination of financial structure: the incentive-signally approach, *The bell journal of economics*, vol.8, n.1, pp.23-40, Spring 1977.

<sup>18</sup> Leland H.E., Pyle D.H., Information asymmetries, financial structure and financial intermediation, *The journal of finance*, vol.32, n.2, pp. 371-387, Papers and proceeding of the thirty-fifth annual meeting of the american finance association, Atlantic city, New Jersey, May 1977

Secondo questa teoria, le operazioni sulla struttura finanziaria possono trasmettere al mercato informazioni difficilmente comunicabili in altri modi, specialmente in presenza di informazioni asimmetriche.

Ross analizza come le modifiche nella struttura finanziaria dell'azienda siano percepite dagli investitori esterni come segnali di cambiamenti nel livello di rischio dell'impresa. In particolare, un maggiore utilizzo del debito può essere interpretato come un segnale di maggiore stabilità, poiché l'impresa dimostra la capacità di gestire il pagamento degli interessi e la restituzione del capitale.

Tuttavia, l'autore sottolinea che questa strategia può essere efficace solo per aziende di successo; altrimenti, potrebbe comportare oneri eccessivi.

Tornando alla Pecking Order theory, un altro articolo di Myers<sup>19</sup> fornisce la seguente spiegazione:

1. Le aziende tendono a preferire fonti di finanziamento interne rispetto a quelle esterne. Si presume che le asimmetrie informative siano rilevanti solo per il finanziamento esterno.
2. I dividendi sono considerati "rigidi", il che significa che i tagli ai dividendi non vengono utilizzati per finanziare nuovi investimenti, e le variazioni nelle esigenze di cassa non vengono assorbite attraverso cambiamenti temporanei nei dividendi. Le variazioni nei free cash flow si manifestano come cambiamenti nel finanziamento esterno.
3. Se l'azienda necessita di fondi esterni per nuovi investimenti, preferirà emettere debito come fonte più sicura prima di considerare l'equity. Man mano che la necessità di finanziamenti esterni aumenta, l'azienda procede lungo l'ordine determinato dalla pecking order theory, passando dal debito meno rischioso all'equity come ultima risorsa, quando l'azienda è sufficientemente minacciata dal dissesto finanziario. Se i flussi di cassa interni superano gli investimenti, l'azienda procede in direzione opposta, utilizzando l'eccedenza per estinguere il debito anziché riacquistare azioni.
4. Il rapporto debito di un'azienda riflette la sua necessità cumulativa di finanziamenti esterni nel tempo.

---

<sup>19</sup> Myers, Stewart C. "Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, July 1984, pp. 575-592

Come per le teorie precedenti, quantificando gli effetti dei costi di agenzia si ottiene il seguente valore dell'impresa *levered*:

$$V_L = V_U + \tau_c \times D - PV(\text{Costi di fallimento}) - PV(\text{Costi di Agenzia del Debito}) \\ + PV(\text{Benefici di Agenzia del Debito})$$

Come per la trade-off theory i risultati empirici presentano evidenze contrastanti. Diversi autori hanno trovato che in alcune circostanze essa sia una buona approssimazione della realtà. Zeidan, Galil e Shapir<sup>20</sup> documentano che i proprietari di aziende private in Brasile seguono questa teoria e Myers e Shyam-Sunder<sup>21</sup> trovano che alcune caratteristiche dei dati sono meglio spiegate dalla pecking order theory che dalla teoria del trade-off. Frank e Goyal<sup>22</sup> mostrano invece che la pecking order theory, sebbene offra una spiegazione intuitiva per l'indebitamento in relazione alla redditività, fallisce dove dovrebbe valere, ovvero per le piccole imprese dove l'asimmetria informativa è presumibilmente un problema importante, ed evidenziano la rilevanza del settore aziendale nella scelta della struttura finanziaria ottimale.

## 1.5 LA TEORIA DEL CICLO DI VITA

La teoria del ciclo di vita analizza il modo in cui le imprese dovrebbero ottenere finanziamenti in base alla fase di sviluppo in cui si trovano. Questo concetto considera diverse tappe, come avviamento, espansione, crescita, maturità e declino, e suggerisce le fonti di finanziamento più adatte per ciascuna fase, come illustrato in Figura 4.

Durante la fase iniziale, l'impresa dipenderà principalmente dagli investimenti iniziali dei proprietari e potrebbe ottenere fondi anche attraverso il debito bancario. Tuttavia, le opzioni di finanziamento sono limitate poiché l'azienda è ancora sconosciuta sia nel mercato del prodotto che in quello del capitale. Nella fase di espansione, sebbene ci siano flussi di cassa

---

<sup>20</sup> Rodrigo M. Zeidan, Koresh Galil, Offer Shapir; 2017; Do Ultimate Owners Follow the Pecking Order Theory? Quarterly Review of Economics and Finance, Forthcoming

<sup>21</sup> Shyam-Sunder, L. and Myers, S.C. (1999) Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure. Journal of Financial Economics, 51, 219-244

<sup>22</sup> Murray Z. Frank, and Vidhan K. Goyal. "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?" Financial Management 38, no. 1 (2009): 1-37

limitati, l'impresa potrebbe cercare investitori del private equity<sup>23</sup> o venture capital<sup>24</sup> per supportare la crescita. A questo punto, potrebbe persino valutare l'opzione di quotarsi in borsa, affrontando costi associati come quelli legali, amministrativi e di sottoscrizione, per emettere azioni. Nei successivi stadi, il finanziamento principale verrà dal capitale di rischio in diverse forme. Durante la fase di maturità, con flussi di cassa più stabili, l'azienda può autofinanziarsi e potrebbe ricorrere a debito obbligazionario e bancario. Nella fase di declino, i flussi di cassa diminuiranno e l'impresa non avrà esigenze di investimento significative. In questo caso, l'azienda si prepara a liquidarsi, riacquistando azioni proprie e saldando il debito.

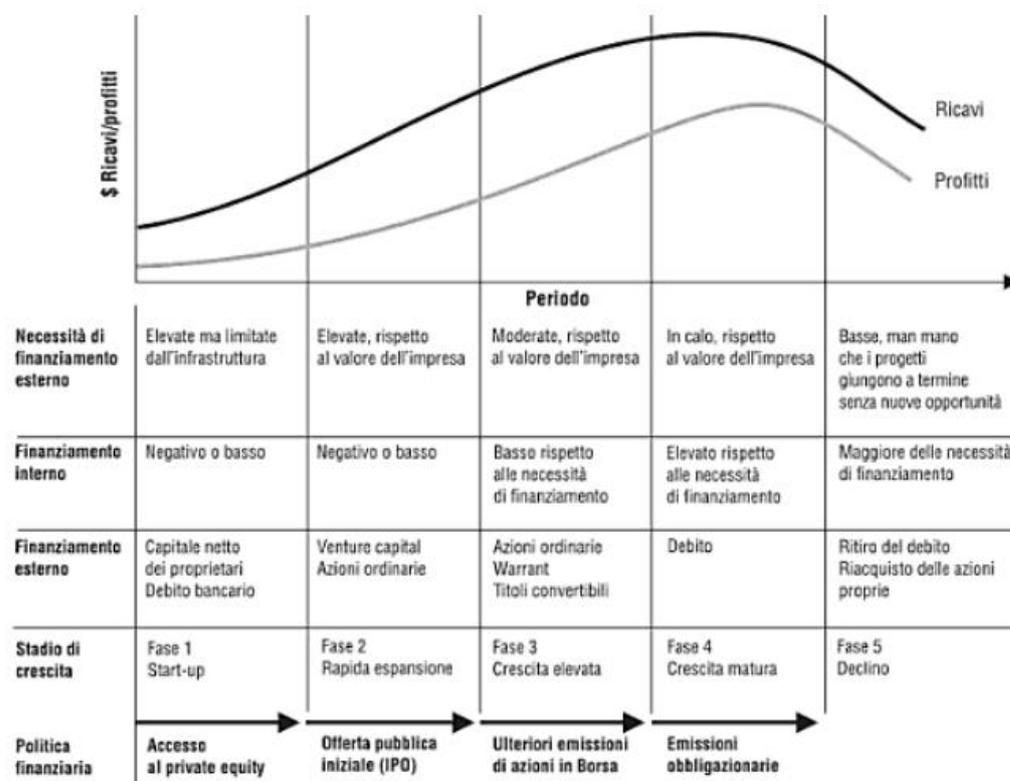


Figura 4: Ciclo vita e struttura finanziaria (Fonte: Damodaran A., 2006. Finanza aziendale, Apogeo, p. 299.)

<sup>23</sup> Il private equity è una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (high grow companies) effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa. (Fonte Borsa Italiana)

<sup>24</sup> Il venture capital è una forma di investimento di medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita (high grow companies) che si trovano nella fase di start up, effettuata prevalentemente da investitori istituzionali con l'obiettivo di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa.

Quando l'investitore istituzionale entra in una società high growth in fasi successive allo start up si parla di "Private Equity". (Fonte Borsa Italiana)

## 1.6 LA TEORIA DEL MARKET TIMING

La teoria del *market timing*<sup>25</sup> rappresenta l'ultimo ambito di analisi delle teorie relative alla struttura del capitale esistenti in questa tesi. Essenzialmente, questa teoria suggerisce che la struttura del capitale evolve come risultato cumulativo di tentativi passati di temporizzare il mercato azionario, o in altri termini, le aziende cercano di sfruttare le opportunità di mercato per finanziare i loro investimenti.

Esistono due versioni del "*market timing*" che portano a dinamiche simili nella struttura del capitale. La prima è una forma dinamica della teoria di Myers e Majluf con manager e investitori razionali e costi di selezione avversa che variano tra le aziende o nel tempo. Alcune ricerche hanno scoperto che le aziende tendono ad annunciare emissioni di azioni dopo la divulgazione di informazioni, il che potrebbe ridurre l'asimmetria informativa.

La seconda versione del "*market timing*" coinvolge investitori irrazionali (o manager) e valutazioni errate (o percezioni di valutazioni errate) che variano nel tempo. In questa versione, i manager emettono azioni quando credono che il loro costo sia irrazionalmente basso e le riacquistano quando credono che il loro costo sia irrazionalmente alto. Se i manager cercano di sfruttare aspettative troppo estreme, le emissioni nette di azioni saranno correlate positivamente al rapporto tra valore di mercato e valore contabile.

In altre parole, un'azienda potrebbe scegliere di emettere nuove azioni quando il mercato è in una fase di boom e gli investitori sono disposti a pagare premi elevati per l'acquisto di azioni. Questo permette all'azienda di ottenere finanziamenti a condizioni molto vantaggiose. D'altra parte, in periodi di mercato depresso o poco favorevole, le aziende potrebbero evitare di emettere azioni, preferendo il debito, in quanto gli investitori potrebbero essere meno inclini a investire e il prezzo delle azioni potrebbe essere più basso.

È importante sottolineare che la seconda versione del "*market timing*" non richiede che il mercato sia effettivamente inefficiente. Non si richiede ai manager di prevedere con successo i rendimenti azionari. L'assunzione critica è semplicemente che i manager credano di poter temporizzare il mercato.

---

<sup>25</sup> Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32

In sintesi, una serie di prove indica che il "*market timing*" è un aspetto importante delle decisioni reali di finanziamento. I risultati ottenuti da Baker e Wurgler sembrano supportare questa visione. Tuttavia, essi ritengono che i risultati siano spiegati in modo più naturale dalla teoria che la leva finanziaria nasce come risultato cumulativo di tentativi di temporizzare il mercato azionario. Secondo l'analisi di Frank e Goyal<sup>26</sup>, la teoria del *market timing*, spesso associata alla finanza comportamentale, non fornisce spiegazioni dirette e confutabili per i modelli osservati, mancando di fornire una chiara comprensione delle regolarità nella struttura del capitale.

## 1.7 SISTEMI A CONFRONTO: BANK VS MARKET ORIENTED

Le teorie sulla struttura finanziaria, in particolare la Trade-Off Theory e la Pecking Order Theory, assumono un'importanza differenziata a seconda dei contesti economici. Questa rilevante differenza si osserva nelle prassi finanziarie delle imprese tra i sistemi *bank-based* e *market-based*, come evidenziato in Giappone, Germania e Italia rispetto alle economie anglosassoni.

La Trade-Off Theory emerge come modello interpretativo predominante per le imprese che operano in contesti *bank-based*. In questi contesti, caratterizzati da strette relazioni tra banche e imprese, l'indebitamento risulta un mezzo per raggiungere una struttura finanziaria ottimale. Al contrario, la Pecking Order Theory si dimostra più efficace nelle decisioni finanziarie delle imprese che operano in sistemi *market-based* come Regno Unito e Stati Uniti. In tali contesti, in cui le imprese hanno limitate relazioni con gli investitori, il ricorso al debito avviene soltanto quando le risorse interne non sono più sufficienti.

Le caratteristiche principali dei sistemi istituzionali, *bank-based* e *market-based*, sono presentate in Figura 5, collegandole ai contributi della Trade-off theory e della Pecking Order Theory nello spiegare la struttura finanziaria delle imprese nell'ambito delle teorie di intermediazione finanziaria.

---

<sup>26</sup> Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal. "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?" *Financial Management*, vol. 38, no. 1, 2009, pp. 1–37



Figura 5: I due sistemi finanziari a confronto (Fonte Bontempi 2000) (TO: Trade-Off Theory; PO: Pecking Order Theory)

Secondo le teorie sull'intermediazione finanziaria, le banche hanno un vantaggio informativo su altri finanziatori esterni. Questo vantaggio consente alle imprese di rivelare le proprie strategie ad una banca piuttosto che ad una pluralità di investitori. Una banca ben informata può controllare le decisioni d'investimento, riducendo l'asimmetria informativa e i costi di agenzia<sup>27</sup>. Tuttavia, questo potere informativo può portare le banche ad espropriare parte dei profitti aziendali, riducendo l'incentivo del proprietario a impegnarsi al massimo e comportando un potenziale problema di sotto-investimento.

La protezione legale offerta agli investitori esterni varia nei sistemi legali, dove i creditori sono maggiormente tutelati nei paesi *bank-based* a diritto continentale, mentre gli azionisti minoritari ottengono maggior protezione nei paesi *market-based* a diritto anglosassone<sup>28</sup>.

Infine, nei contesti di governance con una forte concentrazione di proprietà come in Italia e Germania, la Trade-Off Theory, che considera il debito come strumento di controllo manageriale, è meno evidente, in favore della Pecking Order Theory, secondo la quale i manager agiscono nell'interesse degli azionisti favorendo l'autofinanziamento.

<sup>27</sup> Rajan, Raghuram G. "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt." *The Journal of Finance*, vol. 47, no. 4, 1992, pp. 1367-400.

<sup>28</sup> La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. "Investor Protection and Corporate Valuation." *The Journal of Finance* 57, no. 3 (2002): 1147-70.

## 1.8 EVIDENZE EMPIRICHE

Sono state condotte diverse indagini sui processi decisionali dei dirigenti aziendali relativi alla struttura finanziaria, coinvolgendo direttori finanziari di varie aziende selezionate in Europa e negli Stati Uniti. Le metodologie adottate sono state simili nei questionari e nell'approccio, consentendo una comparazione tra le ricerche. Tutti i sondaggi hanno valutato l'importanza di diversi fattori nella politica di finanziamento, chiedendo quali motivazioni guidino l'emissione di nuove azioni o l'acquisizione di debito. L'importanza è stata valutata su una scala da zero a quattro, da nessuna a molta rilevanza.

La prima analisi riguarda la ricerca condotta negli Stati Uniti da Graham ed Harvey nel 2001<sup>29</sup>. Il principale motivo indicato da molte aziende per la scelta dell'importanza nell'ammontare di debito è la flessibilità finanziaria. Questo deriva dalla consapevolezza delle imprese riguardo alla potenziale varietà delle future necessità di finanziamento, evitando così il sovraindebitamento e preferendo avere liquidità disponibile per essere più agili e flessibili in futuro.

Il rating<sup>30</sup> assegnato dalle agenzie è considerato un fattore determinante, evidenziando l'attenzione delle aziende al rischio e cercando di mantenerlo a livelli accettabili. La volatilità degli utili e i benefici fiscali legati agli interessi passivi sono rilevanti per una percentuale significativa di imprese, mentre i costi legati all'emissione di debito e il livello di indebitamento delle altre imprese nello stesso settore risultano meno importanti. I potenziali rischi di fallimento dovuti all'eccessivo indebitamento sono considerati poco rilevanti da alcune aziende.

Altri fattori, come l'andamento dei tassi di interesse e la mancanza di fonti interne per supportare le attività, influenzano in misura minore la politica del debito. La scelta tra debito a breve e a lungo termine è guidata dalla volontà di allineare le scadenze con la vita economica dei progetti finanziati. L'emissione di debito estero è vista come una copertura naturale per il rischio di cambio.

---

<sup>29</sup> Graham J. R., Harvey C. R., 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, vol. 60, n. 2-3, pp.187-243.

<sup>30</sup> Il rating aziendale esprime tramite una votazione alfanumerica la capacità di solvibilità della società cioè la capacità dell'impresa di ripagare i debiti generando risorse.

L'emissione di azioni ordinarie è legata all'andamento degli utili per azione, alla valutazione delle azioni stesse e a piani di stock options per i dipendenti, oltre al mantenimento di un certo rapporto tra debito ed equity.

In sintesi, le ricerche forniscono sostegno empirico alla validità della pecking order e della trade-off theory. Tuttavia, sembra che le imprese non prestino molta attenzione ai problemi associati all'asimmetria informativa e ai costi di transazione.

In ambito europeo, rilevante è la ricerca condotta da Bancel e Mittoo nel 2002<sup>31</sup>, coinvolgendo 710 imprese in 17 paesi europei. Questo campione rappresentava accuratamente la popolazione di tali paesi. Nell'ambito delle imprese europee, la flessibilità finanziaria è stata indicata come la principale motivazione dietro alle scelte di politica del debito, seguita dalla considerazione della manutenzione di un determinato rating.

Una parte significativa delle imprese considera importante mantenere basso il costo del capitale (WACC). Altri fattori ritenuti rilevanti includono il vantaggio fiscale legato alla deducibilità degli interessi passivi, i livelli dei tassi di interesse e la valutazione delle proprie azioni.

Le priorità nella scelta tra debito a breve e a lungo termine riflettono l'importanza di allineare le scadenze del debito con il flusso di cassa atteso dalle attività finanziate. Anche minimizzare il rischio di rifinanziamento durante periodi finanziariamente difficili è un fattore chiave, insieme ai tassi di interesse a lungo termine.

Le motivazioni dietro l'emissione di azioni ordinarie mostrano l'attenzione all'indice di utilità per azione, al mantenimento di un equilibrio tra finanziamenti esterni e interni, e alla valutazione delle azioni in circolazione. Le azioni vengono anche utilizzate come forma di remunerazione per i dipendenti, ma pochi manager le considerano come fonti di finanziamento meno rischiose.

---

<sup>31</sup> Bancel F., Mittoo U. R., 2002. The determinants of capital structure choice: a survey of European firms, AFA 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London Meetings  
Bancel F., Mittoo U. R., 2004. Crosscountry determinants of capital structure choice: a survey of european firms, Financial Management, vol. 33, n. 4, pp. 103-132;

La seconda ricerca condotta in Europa da Brounen, De Jong e Koedijk<sup>32</sup> conferma quanto emerso dalle precedenti.

È interessante notare come le ricerche precedenti confermano similitudini nelle motivazioni dietro la politica del debito ed equity, nonostante contesti economici e istituzionali differenti.

Uno studio successivo di Rajan e Zingales<sup>33</sup> si concentra sulle sette maggiori economie<sup>34</sup>, cercando conferme alle affermazioni universali sulla struttura finanziaria, superando le differenze contabili.

Il campione include società quotate non finanziarie che rappresentano oltre il 50% del mercato in ciascun paese. Nel quinquennio 1987-1991, le società tedesche e britanniche appaiono meno indebitate rispetto ad altre, mentre quelle europee e giapponesi risultano più indebitate delle anglo-americane.

L'analisi rivela che Gran Bretagna, Canada e Stati Uniti utilizzano più risorse interne che esterne, mentre il Giappone mostra il contrario. Una regressione lineare suggerisce che i fattori influenzano la struttura finanziaria in modo simile in tutti gli stati, confermando quindi i risultati delle ricerche precedenti dove i driver risultano essere allineati, con relazioni diverse tra le opportunità di crescita e la redditività, la dimensione delle società e il rapporto tra immobilizzazioni e attivo totale. Gli autori indicano una maggiore complessità nelle relazioni tra fattori e realtà istituzionali diverse, specialmente negli USA, oltre alle differenze contabili.

La Tabella 2 fornisce una sintesi di quelli che sono i principali risultati della letteratura teorica ed empirica sul tema delle determinanti della struttura finanziaria.

---

<sup>32</sup> Brounen D., De Jong A., Koedijk K., 2005. Capital structure policies in Europe: survey evidence, *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, n. 5, pp.1409-1442.

<sup>33</sup> Rajan, R.G. And Zingales, L. (1995), What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50: 1421-1460

<sup>34</sup> Paesi membri del G7, ovvero: Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Stati Uniti d'America

Tabella 2 Le determinanti del finanziamento con debito. Prima colonna: correlazione presa in esame. Seconda colonna: risultato in termini di segno, della relazione tra le variabili. Terza Colonna: Motivazioni addotte. (Fonte: A.Di Majo, M.G. Paziienza, B. Triberti (2005))

Correlazione			Modelli di riferimento teorici ed empirici di maggiore rilevanza
tra finanziamento con debito e	Tipo	Motivazione	
Asimmetrie Informative	+	Il debito "non rischioso" è visto come una forma di finanziamento che non implica una sottovalutazione del valore dell'impresa da parte del mercato. Il debito è un modo per evitare di segnalare informazioni	Ross 1977 Leland e Pyle 1977 Myers e Majluf 1984
	-	Problemi di adverse selection e moral hazard nel rapporto con i finanziatori possono rendere difficoltoso l'accesso al credito da parte delle imprese.	Townsend 1979 Stiglitz e Weiss 1981 Diamond 1984
Profittabilità	+	In presenza di una elevata profittabilità degli investimenti, il finanziamento con debito consente di non modificare gli assetti proprietari e quindi la destinazione dei profitti	Long e Malitz 1985
	-	L'elevata profittabilità dell'investimento rende disponibili maggiori fondi interni che, in accordo con la pecking order theory, è la fonte di finanziamento preferita al debito e all'emissione di nuove azioni.	Myers 1984 Kester 1986
Cash Flow Disponibile	+	L'indebitamento è visto come un elemento di disciplina in presenza di problemi di agency nelle imprese con separazione tra proprietà e controllo.	Jensen 1986 Stulz 1990
	-	La disponibilità di fondi generati dalla gestione rende non necessario il ricorso all'indebitamento di breve periodo.	Myers e Majluf 1984 Chang 1987
Rischio di acquisizione da parte di altre imprese	+	E' stato osservato che in risposta ad una minaccia di takeover, la società target incrementa il finanziamento con debito e questo si riflette in un innalzamento del prezzo delle azioni.	De Angelo e De Angelo 1985 Harris e Raviv 1988 Stulz 1988; 1990
Opportunità di crescita	+	Questo tipo di correlazione osservata non è stata interpretata in modo univoco.	Jensen e Meckling 1976 Stulz 1990
	-	Per attività rischiose, l'indebitamento consente di condividere il rischio del progetto. Inoltre l'indebitamento ha il vantaggio per l'impresa virtuosa di appropriarsi degli utili che residuano dopo il pagamento degli interessi passivi.	Kester (1986)
<b>CARATTERISTICHE DELL'INDUSTRIA</b>			
Presenza di elevati livelli di immobilizzazioni materiali	+	E' stata osservata una correlazione positiva tra il livello di indebitamento e la presenza di immobilizzazioni materiali.	Fama e French 2000 Rajan e Zingales 1995
Livello di competizione	+	L'incremento del livello di indebitamento consente all'impresa di intraprendere attività e realizzare strategie più rischiose.	Brander e Lewis 1986
Produzione di beni specifici/di elevata qualità	-	L'indebitamento tende a crescere con il crescere dell'elasticità della domanda e con il ridursi del livello di qualità del prodotto. La produzione di beni di qualità elevata e di lunga durata si accompagna a bassi livelli di indebitamento.	Titman 1984 Titman e Wessels 1988
Dimensioni/età'	-	Al crescere dell'età e della dimensione l'impresa tende a far affidamento su modalità di finanziamento differenziate.	Carey et al. 1993 Berger e Udell 1998
	+	Al ridursi delle asimmetrie informative e all'aumentare della reputazione, la capacità dell'impresa di ottenere credito aumenta.	Hirshleifer e Thakor 1992
Sistema di tassazione del Reddito di impresa	+	Il sistema di tassazione dei redditi d'impresa, consentendo la deducibilità degli interessi passivi, ma non anche quella della distribuzione degli utili, riduce di fatto il costo del finanziamento con debito.	Vasta letteratura: per una rassegna recente si veda Graham 2003.

## 1.9 LA PROPRIETÀ COME DETERMINANTE NELLA STRUTTURA FINANZIARIA

Nonostante l'ampia ricerca condotta sulla struttura finanziaria delle imprese, una fondamentale variabile sembra essere stata sorprendentemente trascurata o scarsamente approfondita: l'*ownership*, il cui ruolo nell'orientare le decisioni finanziarie aziendali rimane in gran parte sottostimato nei precedenti studi di settore.

La composizione proprietaria di un'azienda svolge un ruolo fondamentale nella definizione della strategia aziendale e, di conseguenza, nell'orientare il modo in cui l'azienda affronta le sue esigenze di finanziamento. Questo legame cruciale tra *ownership* e scelte finanziarie è stato in gran parte trascurato nella letteratura precedente, limitando così la comprensione complessiva delle dinamiche che influenzano la struttura finanziaria.

È ampiamente riconosciuto che la proprietà può plasmare non solo la governance aziendale, ma anche le decisioni strategiche e operative. Il management, spesso influenzato dalla composizione proprietaria, gioca un ruolo chiave nella definizione della struttura finanziaria, considerando aspetti come l'avversione al rischio, la ricerca di sinergie familiari e la stabilità a lungo termine delle imprese di proprietà familiare.

Questa intersezione tra struttura del capitale e struttura della proprietà attinge principalmente dai fondamenti teorici di lavori pionieristici come quelli di Grossman e Hart, Hart e Moore, e Aghion e Tirole. Questi studi hanno introdotto concetti fondamentali come l'importanza dei diritti di controllo, le asimmetrie informative e l'allocazione dei diritti decisionali nelle relazioni aziendali. Grossman e Hart<sup>35</sup> hanno introdotto il concetto di separazione tra diritti di controllo e flusso di cassa, mentre Hart e Moore<sup>36</sup> si sono concentrati sugli investimenti specifici nelle relazioni contrattuali. Aghion e Tirole<sup>37</sup> hanno delineato la differenza tra autorità formale e reale all'interno delle organizzazioni, sottolineando come i diritti legali possano differire dall'autorità effettiva nel prendere decisioni. Questo è simile al fatto che i

---

<sup>35</sup> Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart. 1986. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy* 94(4): 691-719.

<sup>36</sup> Hart, Oliver, and John Moore. "Property Rights and the Nature of the Firm." *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 6, 1990, pp. 1119-58.

<sup>37</sup> Aghion, Philippe, and Jean Tirole. "Formal and Real Authority in Organizations." *Journal of Political Economy*, vol. 105, no. 1, 1997, pp. 1-29.

detentori di equity hanno diritti legali per prendere decisioni, ma nel caso la loro natura fosse dispersa, la loro autorità reale sarebbe notevolmente ridotta quando si tratta di controllare la gestione.

Tuttavia, queste teorie, sebbene cruciali per comprendere le dinamiche aziendali, non hanno affrontato in modo esaustivo l'interazione tra struttura della proprietà e struttura del capitale. Inoltre, le evidenze empiriche su questa intersezione sono state limitate fino a lavori più recenti che hanno cercato di riempire questa lacuna.

Mahrt-Smith<sup>38</sup> ha presentato un modello che esamina l'interazione tra la struttura della proprietà e quella del capitale nelle aziende. Il suo lavoro identifica elementi come la dispersione della proprietà, i diritti di rendimento, le restrizioni contrattuali e l'ambiente istituzionale come fattori che influenzano la struttura aziendale. Le previsioni empiriche del suo modello suggeriscono che la concentrazione della proprietà azionaria è favorita in contesti istituzionali dove le procedure fallimentari sono a favore dei creditori e quando sono presenti vincoli contrattuali efficaci. Al contrario, la dispersione della proprietà azionaria è favorita quando gli investimenti a lungo termine sono prioritari rispetto alla selezione di progetti a breve termine.

Mentre Pacheco<sup>39</sup> si propone di esaminare l'associazione tra la struttura di proprietà e controllo delle aziende e il loro livello di indebitamento. Esso si concentra sulla comprensione di come diverse caratteristiche degli azionisti e dei Consigli di amministrazione influenzino le decisioni finanziarie delle aziende, evidenziando l'importanza della corporate governance nell'orientare le politiche di finanziamento aziendale.

Le conclusioni tratte dall'analisi empirica nel testo indicano che le aziende caratterizzate da un ridotto numero di azionisti, Consigli di amministrazione più compatti e una sovrapposizione tra direttore principale e azionista solitamente presentano livelli di debito più elevati. Esplorando varie ipotesi, si approfondisce la relazione tra la struttura del Consiglio di amministrazione e il livello di indebitamento, l'effetto della dispersione degli azionisti e della proprietà del principale azionista sull'indebitamento, nonché la possibile

---

<sup>38</sup> Mahrt-Smith Jan, 2005. "The Interaction of Capital Structure and Ownership Structure," *The Journal of Business*, University of Chicago Press, vol. 78(3), pages 787-816.

<sup>39</sup> Pacheco, L. (2022). Ownership Concentration, Control, and Capital Structure in Family and Non-Family Firms. *Journal of Small Business Strategy*, 32(3), 113–127.

esistenza di una relazione non lineare tra queste variabili e il livello di debito. Inoltre, si sottolinea l'importanza del contesto specifico di un paese nel comprendere tali dinamiche, evidenziando il ruolo cruciale delle istituzioni legali e dei sistemi finanziari nella configurazione della struttura finanziaria aziendale.

## **CAPITOLO 2: IL CONTESTO ITALIANO**

Il presente capitolo esplora il contesto economico, finanziario e legislativo italiano, offrendo una panoramica essenziale per comprendere il quadro delle imprese quotate e non quotate. L'obiettivo principale è analizzare la struttura proprietaria e finanziaria delle imprese italiane, fornendo un quadro di riferimento per la discussione delle analisi empiriche successive.

Questo capitolo si articola in tre macrosezioni. Inizialmente si ripercorre l'evoluzione storica dell'economia italiana, analizzando le fasi chiave, gli sviluppi significativi e le sfide che hanno plasmato il panorama economico nel corso del tempo. In seguito, si esplora la storia del mercato azionario italiano, evidenziando gli sviluppi cruciali, i cambiamenti normativi e legislativi che hanno influenzato la sua configurazione nel corso degli anni.

Nella seconda sezione, l'attenzione si sposta sulla struttura finanziaria delle imprese italiane, analizzando le fonti principali di finanziamento e gestione del capitale. Si esplorano le tendenze e le sfide incontrate dalle imprese italiane nella gestione dei propri bilanci, con un particolare focus sul mercato del credito. L'ultima sezione si focalizza sull'analisi dell'evoluzione della struttura proprietaria delle imprese italiane nel corso del tempo. Si distingue tra società quotate e non quotate, esaminando le dinamiche di controllo e proprietà che hanno caratterizzato tali entità.

Questa analisi approfondita fornisce una visione completa del contesto aziendale italiano, essenziale per contestualizzare le evidenze delle analisi empiriche analizzate nel resto del lavoro.

### **2.1 EVOLUZIONE ECONOMICA E NORMATIVA**

Nel contesto dell'analisi del quadro istituzionale italiano nel corso del secolo, il presente paragrafo esplora le dinamiche legate alla politica economica e all'ambiente normativo. Attraverso un viaggio storico, saranno delineate le cruciali decisioni politiche che hanno plasmato il mercato azionario italiano, focalizzandosi sull'evoluzione delle politiche

economiche e delle leggi che hanno influenzato le società quotate e i mercati finanziari. Da un'indagine dettagliata emergono i momenti chiave, tra cui interventi governativi, nazionalizzazioni, e la creazione di organismi di regolamentazione come CONSOB, delineando il percorso di trasformazione dell'assetto istituzionale italiano in relazione al mercato azionario.

Alla fine del XIX secolo, l'Italia, in ritardo nell'industrializzazione, vide la creazione di banche universali come risposta alla mancanza di sviluppo industriale spontaneo. Banca Commerciale Italiana e Credito Italiano, fondate nel 1894 con il sostegno tedesco, furono pilastri fondamentali nella prima fase di industrializzazione tra il 1896 e il 1914. Tuttavia, il governo intervenne già nel 1887 per salvare la Terni, evidenziando la necessità di un coinvolgimento costante dello Stato.

Nel 1923, la Banca d'Italia salvò Ansaldo e, nel corso della Grande Depressione, il governo intervenne su vasta scala, portando alla creazione dell'Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI) nel 1933. Da allora, lo Stato mantenne una presenza diretta nell'economia come azionista di aziende orientate al profitto. Con l'avvento della Repubblica, l'intervento statale si estese a settori diversi, dando origine all'Ente Nazionale Idrocarburi (ENI) nel 1952 e ad altre istituzioni come Efim nel 1962 e Gepi nel 1972.

L'IRI, operante dal 1933 al 2000, e l'ENI, attraverso acquisizioni e scorpori, hanno giocato un ruolo significativo nello sviluppo economico. La decisione di nazionalizzare l'industria elettrica negli anni '60, sotto la pressione politica, ha avuto impatti rilevanti sul mercato azionario italiano, portando a fusioni e concentrazioni. Tuttavia, gli investimenti nell'industria chimica si rivelarono poco redditizi, e le risorse finanziarie fornite dal governo furono in gran parte sprecate.

Durante gli anni '90, il debito pubblico elevato portò a un programma di privatizzazione, con la cessione di aziende statali. La presenza statale, se inizialmente contribuì alla crescita, divenne un onere a causa di inefficienze e cattiva allocazione delle risorse.

### **2.1.1 Il mercato azionario**

Il mercato azionario italiano ha una storia che affonda le radici nel 1808, quando il governo napoleonico istituì la Borsa di Milano come mercato per titoli e merci. A differenza di Londra e Amsterdam, la Borsa di Milano fu creata dal governo, non dagli operatori finanziari

dell'epoca. Tuttavia, il suo ruolo principale come centro finanziario milanese si consolidò solo nel 1850. Inizialmente, il mercato era dominato dai bond governativi, ma nel 1859 furono introdotte le prime azioni, seguite da molte banche e poche aziende industriali.

Durante il periodo iniziale, la Borsa di Milano era un mercato locale, classificandosi secondo per volume di scambi nel 1873, dopo Genova. Tuttavia, l'assenza di regolamentazione offriva opportunità agli speculatori, ma limitava la partecipazione degli investitori non informati e la liquidità. Il punto di svolta arrivò tra il 1895 e il 1907, con un'accelerazione dell'industrializzazione. Il boom del mercato azionario vide un aumento significativo delle società quotate, passando da 27 a 171 in dodici anni.

Il boom, tuttavia, durò solo pochi anni a causa di una crisi finanziaria nel 1907. Le banche universali come Banca Commerciale e Credito Italiano contribuirono all'aumento dei prezzi delle azioni, ma l'aumento dei tassi d'interesse nel 1907 provocò una crisi di liquidità. La conseguente vendita di azioni aggravò la crisi, portando a un declino che perdurò fino al 1914. La crisi del 1907 portò a interventi normativi nel 1913, vietando alle banche di negoziare azioni quotate.

La Borsa di Milano divenne la principale borsa valori d'Italia entro il 1918, ma il forte sviluppo iniziale fu seguito da un periodo di crescita limitata fino al 1930. La Grande Depressione causò una drastica riduzione delle società quotate. La mancanza di protezione per gli azionisti minoritari e l'aumento delle tasse sui dividendi contribuirono al declino del mercato azionario.

Dopo la Seconda Guerra Mondiale, la situazione migliorò marginalmente, ma la nazionalizzazione dell'industria elettrica nel 1962 causò una significativa riduzione della capitalizzazione di mercato totale. Il declino degli investimenti nel mercato azionario continuò fino alla metà degli anni '70. La crescita sostanziale si ebbe nel 1983 con l'introduzione dei fondi comuni d'investimento, che portò a un aumento delle aziende quotate.

Negli anni '90, l'Italia ha implementato importanti riforme nel quadro giuridico ed economico dei mercati finanziari. La privatizzazione della Borsa, l'emanazione del Testo Unico della Finanza (TUF) nel 1998, e l'introduzione di un codice di Corporate Governance (con revisioni nel 2005 e 2010) hanno contribuito a migliorare la trasparenza e la governance aziendale.

La “legge sul risparmio” del 2005, insieme al codice di disciplina e autodisciplina delle remunerazioni nel 2010, ha mirato ad aumentare la protezione degli azionisti. Nel 2015, l’introduzione dell’utilizzo di voto maggiorato e plurimo ha fornito maggiore libertà per il mantenimento del controllo.

Questa serie di riforme riflette la consapevolezza delle inefficienze e dei problemi dei mercati finanziari italiani, con un impegno a migliorare la protezione degli investitori e la governance aziendale nel corso degli anni.

### **2.1.2 Evoluzione legislativa**

Il contesto legale italiano, e di conseguenza la protezione degli investitori, ha subito notevoli cambiamenti nel periodo considerato. Nel primo sotto-periodo (1900-1941), il mercato azionario era praticamente autoregolato, ma con l’evolversi della società, le leggi fasciste del 1936 introdussero regolamentazioni per le società quotate.

Il secondo periodo (1942-1973) vide l’ulteriore regolamentazione delle società quotate e dei mercati finanziari. Tuttavia, queste leggi divennero obsolete e incapaci di affrontare le esigenze di un’economia sviluppata. Nel 1974, finalmente, nacque CONSOB, l’agenzia di supervisione del mercato azionario, migliorando la protezione degli azionisti. Gli anni ‘90 furono caratterizzati da una legislazione intensa, spinta dalla necessità di armonizzare la regolamentazione dei mercati azionari europei.

Nonostante miglioramenti significativi, nel 1994 l’Italia aveva ancora una protezione legale degli investitori tra le più basse tra i paesi industrializzati. Nel 1998, la Legge Draghi segnò un passo importante, vietando l’opposizione manageriale alle acquisizioni senza l’approvazione degli azionisti. Questa legge comportò un miglioramento sostanziale nella protezione degli azionisti. Tuttavia, nonostante tali progressi, persistevano lacune nella regolamentazione dei gruppi di società e nella legge sulle acquisizioni, limitando la protezione dei piccoli azionisti dall’espropriazione da parte dei blocchi di controllo.

### 2.1.3 Protezione degli Investitori

Nel contesto dell'analisi svolta nella presente tesi, è cruciale esaminare la relazione tra la protezione degli investitori e lo sviluppo del mercato azionario. Secondo La Porta et al.<sup>40</sup>, l'evoluzione del mercato azionario dovrebbe correlare positivamente con la tutela degli azionisti. La loro intuizione suggerisce che gli investitori saranno riluttanti a fornire capitale per finanziare un'azienda a meno che non abbiano fiducia nel ricevere un rendimento equo dal loro investimento. In situazioni di bassa protezione degli azionisti, gli azionisti di minoranza richiedono un rendimento più elevato per compensare l'alto rischio di espropriazione da parte della gestione o dell'azionista di controllo. Questo elevato tasso di rendimento richiesto rende il finanziamento esterno costoso e riduce il numero di aziende che scelgono di quotarsi in borsa.

Le evidenze empiriche di La Porta et al.<sup>41</sup> indicano che nei paesi con una protezione più robusta degli azionisti, si osservano mercati azionari più ampi. Tali conclusioni emergono sia da un'analisi trasversale di diversi paesi, sia dalla considerazione di dati temporali per un singolo paese.

Alexander Aganin e Paolo Volpin<sup>42</sup> hanno confrontato lo sviluppo del mercato azionario in tre sotto-campionature temporali, le quali mostrano significative differenze nella protezione degli investitori. La prima, coprendo il periodo 1900-1941 con il più basso livello di protezione degli investitori; la seconda, che include gli anni 1942-1973 con un livello intermedio di protezione; la terza, che si estende dal 1974 al 2000, caratterizzata dal più alto livello di protezione degli investitori. Le misure di sviluppo del mercato azionario considerate sono il rapporto tra il numero di società quotate e la popolazione (in milioni) e la capitalizzazione di mercato come percentuale del PIL.

Dall'analisi emerge che la sotto-campionatura 1942-73 è caratterizzata da una protezione degli investitori più elevata, ma allo stesso tempo presenta uno sviluppo del mercato azionario inferiore rispetto alla sotto-campionatura 1900-1941. Al contrario, il confronto tra

---

<sup>40</sup> La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106:1113–55.

<sup>41</sup> La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52:1131–50.

<sup>42</sup> Alexander Aganin and Paolo Volpin, *The History of Corporate Ownership in Italy*, University of Chicago Press", 2005; 325-366

la seconda (1942-1973) e la terza (1974-2000) sotto-campionatura è completamente coerente con la teoria, indicando che una maggiore protezione degli investitori accompagna uno sviluppo finanziario più ampio. Questi risultati sono stati verificati considerando anche l'indice del mercato azionario al fine di controllare l'opportunità delle aziende nella decisione di quotarsi.

Nel complesso, le evidenze presentate indicano che la relazione tra la protezione degli investitori e lo sviluppo del mercato azionario non segue un andamento monotono, evidenziando sfide nell'interpretazione della prospettiva della legge e della finanza.

## **2.2 EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA FINANZIARIA**

Questa sezione esplora le caratteristiche del sistema finanziario e fiscale in Italia, focalizzandosi sulle peculiarità delle imprese, come la loro struttura proprietaria e dimensione, e analizza come queste influenzino le decisioni riguardanti la struttura finanziaria. La pressione fiscale elevata e la limitata apertura del mercato dei capitali agli investitori internazionali, unite a una cultura imprenditoriale orientata al controllo familiare, hanno contribuito a una crescente dipendenza dall'indebitamento, portando a situazioni di sottocapitalizzazione. Le autorità governative stanno da tempo cercando di invertire questa tendenza, promuovendo la ricapitalizzazione attraverso misure coordinate.

In Italia, le modalità di finanziamento riflettono da vicino la configurazione del sistema produttivo. La predominanza di piccole e medie imprese si traduce in un ricorso preponderante all'intermediazione bancaria, mentre l'utilizzo del mercato dei capitali è storicamente limitato.

La notevole dipendenza delle imprese dal settore bancario e la predominanza del debito rispetto al capitale di rischio costituiscono problemi di lunga data per l'economia italiana. Già nel 1922, Piero Sraffa<sup>43</sup> evidenziava che in Italia il finanziamento da parte delle banche era "essenziale per l'industria" e che, a causa della limitata disponibilità di capitale nel paese e della riluttanza generale a investire in beni mobili, le industrie non avevano altra scelta per ottenere il capitale di cui necessitavano. Questo legame stretto tra banche e imprese, insieme

---

<sup>43</sup> Piero Sraffa, *The Bank Crisis in Italy*, *The Economic Journal*, Volume 32, Issue 126, 1 June 1922, Pages 178–197

alla fragilità patrimoniale di queste ultime, è stato un elemento di vulnerabilità ricorrente nel sistema finanziario.

Le radici culturali del sistema capitalistico italiano impediscono alle imprese di aprirsi rapidamente al mercato dei capitali, richiedendo tempi lunghi e condizioni normative stabili. Ciò porta a una relazione inversa tra dimensione aziendale e grado di leverage, con piccole e medie imprese che presentano valori di *leverage* più elevati rispetto alle grandi imprese. I dati settoriali confermano una tendenza alla patrimonializzazione, soprattutto per le grandi imprese, e una riduzione dell'indebitamento a lungo termine, con la drastica diminuzione delle emissioni obbligazionarie. Le imprese dello stesso settore tendono ad avere strutture finanziarie omogenee nel tempo.

Nonostante le evidenze della Pecking Order Theory, le piccole imprese mantengono un elevato rapporto di leverage, attribuibile, alla ricerca di riduzione del costo del capitale attraverso l'utilizzo endogeno della leva fiscale, considerando le elevate aliquote corporate. In Italia, con un mercato obbligazionario limitato, il capitale di terzi proviene tradizionalmente dal sistema bancario. La sostituzione di mezzi propri con capitale di debito, garantito dal patrimonio personale dell'imprenditore, è comune nelle piccole e medie imprese italiane, che vedono nello scudo fiscale del debito un vantaggio senza ripercussioni sul rischio operativo. A livello internazionale, le imprese italiane mostrano un maggior indebitamento rispetto a paesi come Gran Bretagna, Canada, Francia, Germania, Giappone e Stati Uniti, secondo Rajan e Zingales<sup>44</sup>.

Diverse ricerche empiriche condotte sulle imprese italiane hanno esaminato le teorie sulla struttura finanziaria, dalla proposta di Modigliani e Miller alle teorie del trade-off, dell'agenzia e della pecking order.

Secondo le argomentazioni di Modigliani e Miller del 1963, e successivamente di Miller nel 1977, l'indebitamento, come già discusso in precedenza, grazie ai vantaggi fiscali legati alla deducibilità del costo, dovrebbe risultare conveniente per le imprese senza scudi fiscali alternativi. Tuttavia, in Italia, nonostante un'alta aliquota fiscale corporate, i dati empirici non mostrano una correlazione tra la capacità dell'impresa di sfruttare i benefici fiscali del debito e un aumento del rapporto di indebitamento. Si osserva piuttosto una correlazione

---

<sup>44</sup> L.G. Rajan-L. Zingales, What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data, in *Journal of Finance*, n. 50, December 1995, pp. 1421-1460.

opposta: le imprese con elevata redditività, e quindi la possibilità di benefici fiscali del debito, preferiscono l'autofinanziamento, mentre in periodi di bassa redditività, quando i benefici del debito sono inferiori o nulli, si verifica un aumento del capitale di terzi.

L'evidenza empirica suggerisce che le imprese con alternative fiscali al debito, come gli ammortamenti e altri vantaggi fiscali legati agli investimenti, presentano rapporti di indebitamento più contenuti. La teoria del trade-off confronta il vantaggio fiscale del debito con la variazione del rischio di dissesto finanziario causato dall'aumento dell'indebitamento. Contrariamente alle previsioni, le imprese con maggiore rischio di dissesto mostrano un minor livello di indebitamento, poiché la probabilità di insolvenza dipende più dalla volatilità della redditività operativa che dal grado di esposizione debitoria.

La pecking order theory sottolinea che, in linea con l'evidenza empirica, le imprese italiane preferiscono utilizzare gli utili reinvestiti come fonte di finanziamento. Solo in mancanza di autofinanziamento ricorrono alle fonti esterne, dando priorità al debito rispetto al mercato azionario.

Il legame speciale tra le imprese italiane e gli istituti di credito è confermato da studi sulle relazioni banca-impresa. Si osserva una correlazione positiva tra redditività e preferenza per l'uso di fonti interne, indicando che le banche italiane hanno un maggiore potere contrattuale sulle imprese cui sono affidate. Questo potere contrattuale può portare a tassi di interesse discrezionali più elevati, generando maggiori utili per i finanziatori anche in situazioni di minori costi di monitoraggio, come quelli causati dalla concentrazione bancaria.

Secondo l'indagine di Miglietta<sup>45</sup>, basata sui dati di Mediobanca<sup>46</sup> e della Centrale dei bilanci<sup>47</sup> sulla struttura finanziaria delle imprese italiane evidenzia una controtendenza rispetto al periodo 1987-1993, in cui l'indebitamento aumentava. Dal 1993, si osserva una tendenza al riequilibrio della struttura finanziaria con una riduzione del grado di indebitamento. Il contributo del debito sembra influenzato da decisioni di politica monetaria ed economica, con l'intenzione di favorire il ricorso a mezzi finanziari interni e creare condizioni per una situazione di *tax-exhaustion*.

---

<sup>45</sup> Nicola Miglietta, LA STRUTTURA FINANZIARIA OBIETTIVO NEL SISTEMA IMPRESA, 2004, G. Giappichelli Editore – Torino

<sup>46</sup> MEDIOBANCA, Dati cumulativi di 1893 società italiane, 2001.

<sup>47</sup> CENTRALE DEI BILANCI, Economia e finanza delle imprese italiane, 1982-1996, XI Rapporto, Bancaria Editrice, Roma, 1998.

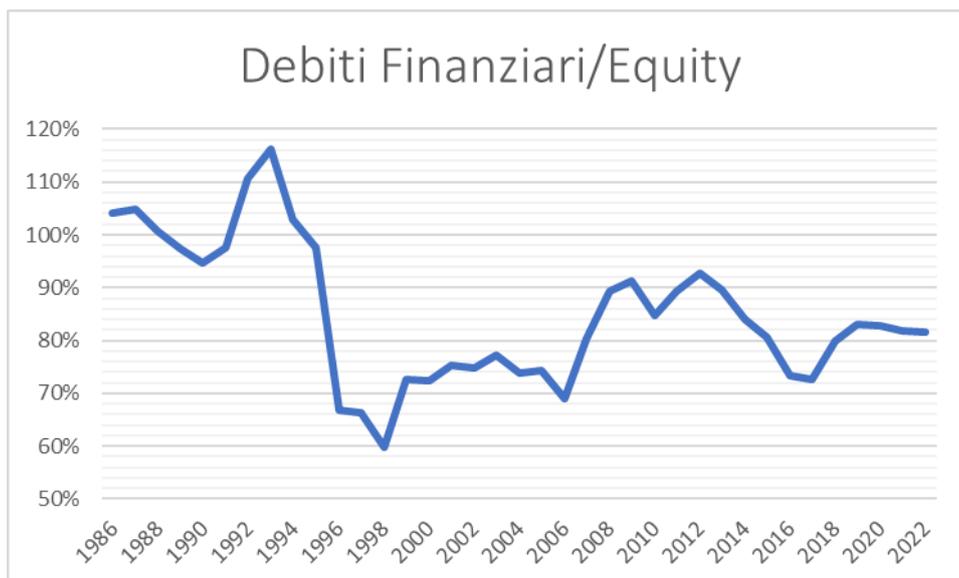


Figura 6: Andamento della struttura finanziaria delle imprese italiane dal 1986 al 2022 (Rielaborazione Report Annuali Dati cumulativi di società Italiane di Mediobanca)

Nonostante sia significativamente inferiore rispetto ai livelli registrati negli anni '90, tra il 2000 e il 2007 si osserva comunque un elevato livello di indebitamento nella struttura finanziaria delle imprese italiane. Nel 2007, il leverage finanziario, definito come il rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto, si attestava al 39%, superando di due punti percentuali la media dell'area dell'euro e di oltre dieci punti rispetto agli Stati Uniti.<sup>48</sup>

Negli anni successivi alla crisi finanziaria globale, la leva finanziaria delle imprese ha registrato un aumento significativo di oltre 10 punti percentuali, raggiungendo il 50%. Questo incremento è stato principalmente attribuito alla crescita ulteriore del credito bancario e alla marcata riduzione del valore di mercato del capitale di rischio.

Tuttavia, in seguito alla crisi del debito sovrano, si è avviato un processo di aggiustamento della struttura finanziaria. Nel periodo compreso tra il 2011 e il 2017, la leva finanziaria ha subito una diminuzione complessiva di dieci punti percentuali, tornando ai livelli precedenti la crisi finanziaria. Questo adeguamento è stato influenzato dalla fuoriuscita dal mercato delle aziende finanziariamente più fragili, dall'aumento del capitale di rischio e dalla riduzione del debito delle imprese rimaste in attività. Il ritorno a condizioni finanziarie più equilibrate è stato il risultato di una severa selezione determinata dalla crisi e, negli ultimi

<sup>48</sup> La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive Milano, 13 febbraio 2019, Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco

anni, dell'aumento della redditività favorito dalla ripresa economica. Quest'ultimo ha permesso, soprattutto alle imprese più grandi, di rafforzare il proprio patrimonio.

La congiuntura economica negativa dagli anni '90 ha colpito le imprese italiane, coinvolte nella sfida della globalizzazione con sfavorevoli condizioni rispetto ai concorrenti internazionali. In un contesto di scarsa redditività, modesti ritorni di capitale, forte pressione fiscale, costi della manodopera disincentivanti e elevata burocrazia, le crisi imprenditoriali, accompagnate da scandali finanziari, evidenziano l'impasse nello sviluppare strategie di attrattività finanziaria e allargare il mercato dei capitali alle imprese che scelgono di rimanerne escluse.

I dati provenienti da Mediobanca confermano un elevato indebitamento delle imprese italiane, con persistenza nelle politiche finanziarie e omogeneità tra imprese dello stesso settore. Le caratteristiche della proprietà (pubblica o privata), le dimensioni (grandi o piccole-medie imprese) e il settore di appartenenza influenzano il comportamento aziendale.

Nel decennio 1987-1996, la struttura finanziaria delle imprese italiane era così distribuita in termini di incidenza sull'attivo:

- 30% di capitale proprio;
- 30% di debiti finanziari;
- 40% di fondi e credito commerciale.

A partire dal 1996, si osserva un notevole incremento dell'equity, che raggiunge il 40% nel 2022, accompagnato da una diminuzione proporzionale iniziale dei debiti finanziari. Tuttavia, a partire dal 2008, i debiti finanziari registrano un aumento riportandosi oltre il livello del 30%.

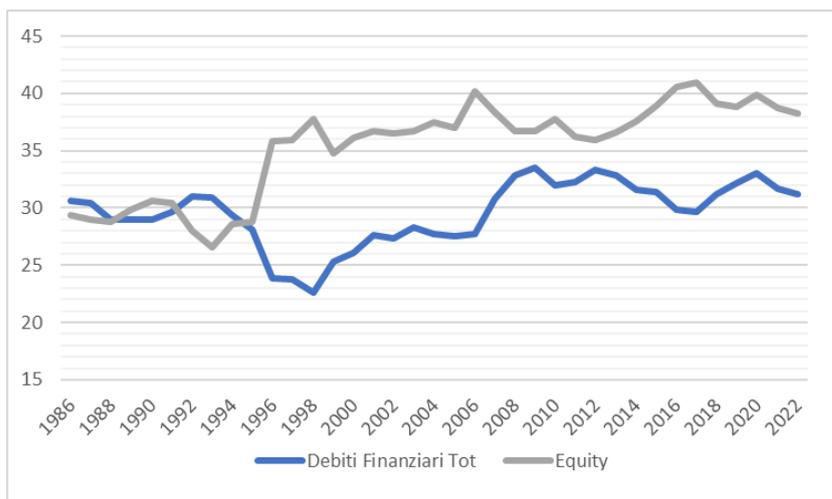


Figura 7: Andamento della quota percentuale di debiti finanziari totali e di capitale proprio delle imprese italiane dal 1986 al 2022 (Rielaborazione Report Annuali Dati cumulativi di società Italiane di Mediobanca)

Nel decennio '87-'96, anche se stabile il livello totale, cambia la struttura del debito per scadenza e composizione. Si osserva una diminuzione dei debiti a lungo termine, fino al 2000, e una riduzione significativa dei debiti obbligazionari, mentre il debito bancario rimane consistente, rappresentando oltre il 60% dei debiti finanziari.

Dal 2005 fino ad oggi, comprendendo la situazione attuale, si è osservato un ritorno alla preponderanza della quota di debito a lungo termine. In figura 8 è mostrato il suo andamento.

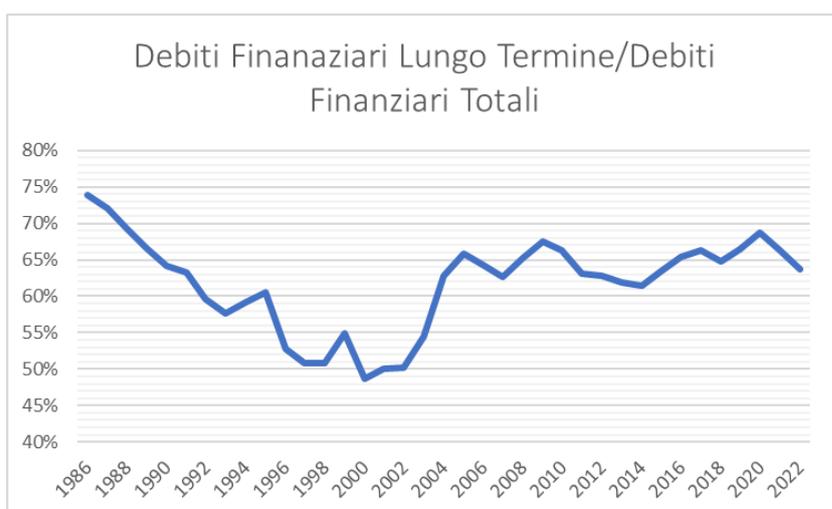


Figura 8: Andamento della quota di debiti finanziari a lungo termine rispetto ai debiti finanziari totali delle imprese italiane dal 1986 al 2022 (Rielaborazione Report Annuali Dati cumulativi di società Italiane di Mediobanca)

Nel 2007, l'uso dei prestiti bancari rappresentava circa i due terzi del totale dei debiti finanziari, superando la percentuale dell'area dell'euro (50%) e risultando inferiore al 40% nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Al contrario, il ricorso alla finanza di mercato era limitato: la quota delle obbligazioni costituiva meno del 6% dei debiti finanziari, inferiore di due punti percentuali rispetto all'area dell'euro, ma notevolmente al di sotto delle percentuali registrate nel Regno Unito e negli Stati Uniti (rispettivamente oltre il 15% e il 30%).

Nell'ultimo decennio si sono manifestati chiaramente segnali di cambiamento sui mercati azionari e obbligazionari. Nel periodo compreso tra il 2013 e il 2017, il numero di società che hanno debuttato in borsa è aumentato significativamente, con 100 società non finanziarie quotate, rispetto alle 33 nei cinque anni precedenti. Tra queste, 76 sono state ammesse al segmento di mercato dedicato alle aziende di minori dimensioni, caratterizzato da procedure semplificate di ammissione, noto come Alternative Investment Market (AIM).

Le emissioni obbligazionarie lorde delle imprese italiane nel medesimo periodo sono state pari a 174 miliardi, registrando un aumento di quasi il 40% rispetto al quinquennio precedente. A partire dal 2012, anno di introduzione dei "minibond", oltre 160 società non quotate hanno emesso obbligazioni per la prima volta. Nonostante la dimensione degli emittenti sia diminuita in modo significativo, con una riduzione dell'importo medio delle emissioni di minibond di oltre il 50% nell'ultimo quinquennio, persistono differenze notevoli nel contesto internazionale.

Le imprese italiane continuano ad avere una marcata dipendenza dal credito bancario, con l'incidenza dei finanziamenti bancari sul totale dei debiti finanziari che sfiora il 60%, come agli inizi degli anni 2000. Tale valore rappresenta il più alto tra i principali paesi dell'area dell'euro e supera di oltre 25 e 30 punti percentuali quelli di Stati Uniti e Regno Unito. La quota delle obbligazioni, seppur in aumento e al 13% nel 2017, rimane ancora inferiore di circa 10 punti rispetto al Regno Unito e di oltre 25 punti rispetto agli Stati Uniti. Anche il grado di sviluppo dei mercati azionari italiani rimane insufficiente, con la capitalizzazione delle società non finanziarie quotate che rappresenta solo il 25% del PIL, a differenza del 60% in Germania, oltre il 70% in Francia e nel Regno Unito, e circa il 125% negli Stati Uniti.

Le imprese più redditizie, generalmente di dimensioni superiori alla media del campione Mediobanca, sono maggiormente capitalizzate, con costi del denaro più bassi e una struttura finanziaria che privilegia il debito a lungo termine. Al contrario, le imprese meno redditizie, di dimensioni medie, presentano una maggiore incidenza di debito finanziario, con una struttura più sbilanciata per scadenza rispetto all'attivo.

La struttura finanziaria delle imprese italiane è fortemente influenzata dalla natura privata o pubblica dell'azionariato. Questa distinzione rivela una notevole differenza nel grado di leverage tra imprese private e pubbliche, con le imprese private che mostrano costantemente un rapporto di indebitamento inferiore.

Secondo Miglietta, la disparità osservata può in parte essere attribuita alle significative perdite subite dalle imprese a partecipazione statale a partire dal 1988, prima dell'avvio del processo di privatizzazione. Queste perdite hanno causato un'erosione del capitale netto. Tuttavia, a partire dal 1992, con l'inizio del processo di dismissione e di risanamento economico, si è assistito a un parziale recupero della capacità di autofinanziamento delle imprese pubbliche.

La dimensione delle imprese rivela una relazione inversa tra dimensione aziendale e grado di leverage. Le aziende di minori dimensioni, in termini di fatturato, mostrano un livello di indebitamento più elevato, influenzando sia il rendimento a livello reddituale, a causa di maggiori costi finanziari, sia la situazione fiscale, grazie ai benefici legati all'indebitamento. Questa scelta può essere facilitata dalla maggiore flessibilità decisionale tipica delle aziende con una compagine sociale più ristretta.

Le imprese private riflettono fortemente la dimensione aziendale nel loro grado di leverage, con aziende più grandi che presentano livelli di indebitamento progressivamente più bassi. Questa tendenza è evidenziata anche dalla quota di margine operativo lordo sugli oneri finanziari, che risulta più alta per le imprese più piccole nell'intera serie storica considerata.

Le imprese con un fatturato superiore ai 250 milioni di euro mostrano non solo un indebitamento inferiore, ma anche una maggiore capacità dei proventi finanziari di coprire gli oneri finanziari esistenti.

Nel contesto delle scelte di finanziamento a breve termine, si osserva una relativa stabilità, e persiste la dipendenza dal sistema bancario, che rimane la principale fonte di finanziamento per le imprese italiane.

### 2.2.1 Scenario corrente

In base al rapporto sulle imprese del 2023<sup>49</sup> effettuato dall'ISTAT, le imprese con 3 o più addetti, rappresentanti il 22,5% del totale<sup>50</sup>, generano oltre l'85% del valore aggiunto nazionale e occupano il 75% degli addetti e il 96% dei dipendenti, costituendo un segmento cruciale del sistema produttivo.

Analizzando le fonti di finanziamento utilizzate nel 2022, emerge che l'autofinanziamento rimane lo strumento di finanziamento preferito e ampiamente adottato tra le imprese con almeno 3 addetti (Figura 9). L'80,3% delle imprese fa affidamento sul finanziamento interno, registrando una notevole crescita rispetto al passato (74,5% nel 2018 e 60,4% nel 2011), confermando la validità della Pecking Order Theory. Quest'ultima teoria suggerisce che le imprese, come discusso precedentemente, tendono a preferire il finanziamento attraverso fonti interne.

Dalla Figura 10 si osserva una leggera prevalenza delle imprese del Mezzogiorno nell'utilizzo dell'autofinanziamento, probabilmente a causa della maggiore difficoltà di accesso al credito in quest'area. Al contrario, i finanziamenti bancari, suddivisi tra medio-lungo termine e breve termine, mostrano un trend decrescente rispetto alle rilevazioni precedenti. Nel medio-lungo termine, utilizzato dal 28,2% delle imprese, si registra un calo del 5,4% rispetto al 2018 e del 14% rispetto al livello del 2011. Una tendenza ancora più marcata emerge per il finanziamento a breve termine, passato dal 36% nel 2011 all'11,5% attuale, parzialmente compensato dal supporto pubblico (sotto forma di incentivi e agevolazioni governative nel periodo post-pandemico).

---

<sup>49</sup>Censimento permanente delle imprese 2023, ISTAT

<sup>50</sup> La Rilevazione ha interessato un campione di circa 280mila imprese, rappresentative di un universo di 1.021.618 unità

L'impiego di equity risulta marginale, soprattutto considerando che circa l'80% delle imprese coinvolte sono microimprese, mentre le medie-grandi imprese rappresentano poco più del 2% del totale.



Figura 9: Principali fonti di finanziamento tra le imprese. Anni 2011, 2018 e 2022 Valori Percentuali. (Fonte: Censimento permanente delle imprese 2023, ISTAT)

In Figura 11 le fonti utilizzate per classe dimensionale. Le microimprese mostrano una maggiore dipendenza dall'autofinanziamento, probabilmente a causa della limitata accessibilità al credito bancario e alla raccolta di equity. D'altra parte, si nota che all'aumentare della dimensione dell'impresa aumenta in particolare il ricorso all'equity, ai crediti commerciali e al debito a breve termine. Questo potrebbe essere il risultato di una maggiore capacità di contrattazione e di una posizione finanziaria più stabile che consente loro di ottenere prestiti bancari e crediti dai fornitori per gestire le proprie attività quotidiane o i progetti a breve termine. Le imprese più grandi sono più propense a ricorrere all'emissione di equity rispetto alle imprese di minori dimensioni. Questo potrebbe indicare una maggiore capacità delle grandi imprese di attrarre investitori esterni attraverso l'emissione di azioni o strumenti finanziari simili per finanziare i loro progetti o espandere le loro attività.

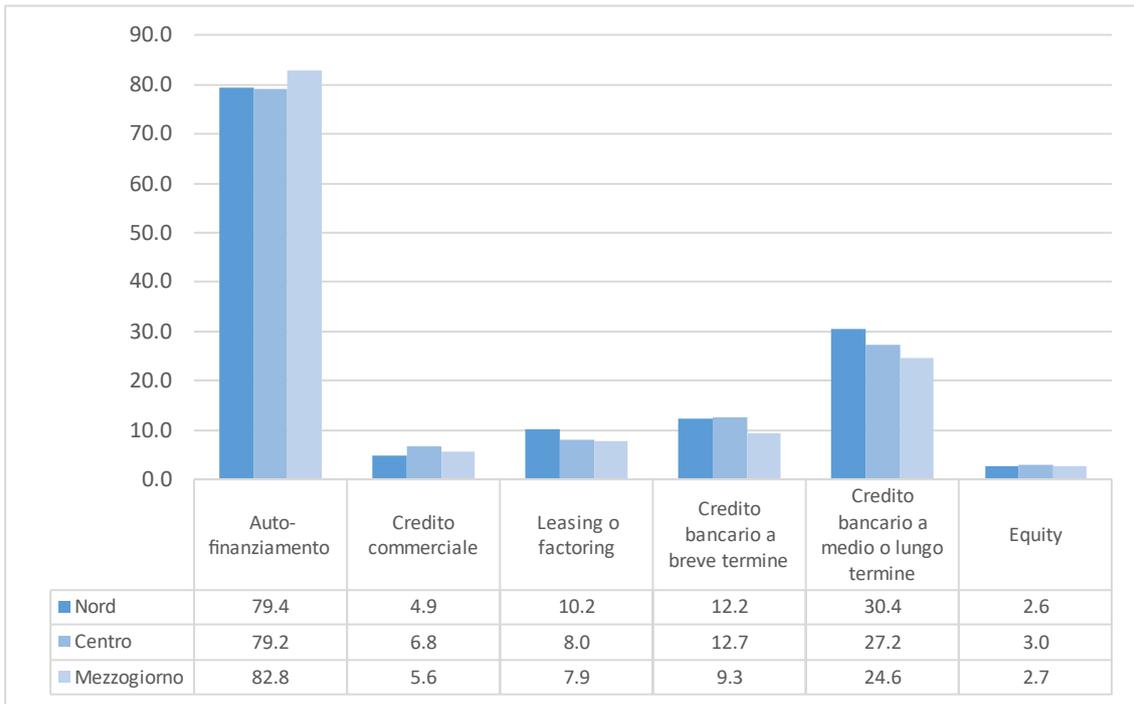


Figura 10: Principali fonti di finanziamento utilizzate dalle imprese per posizione geografica. Rielaborazione dati Istat (Fonte: Censimento permanente delle imprese 2023, ISTAT)

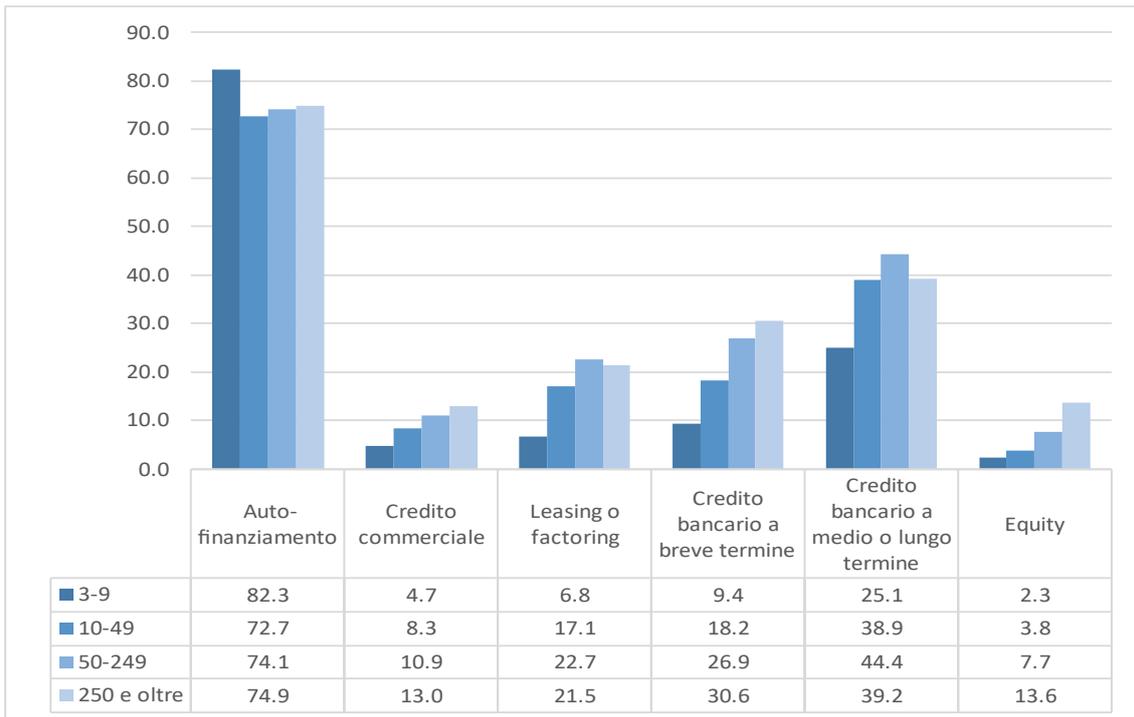


Figura 11: Principali fonti di finanziamento utilizzate dalle imprese per classi dimensionali. Nell'ordine: Micro imprese (meno di 10 ULA), Piccole imprese (10-49 ULA), Medie Imprese (50-249 ULA) e Grandi Imprese (più di 250 ULA). Rielaborazione dati Istat (Fonte: Censimento permanente delle imprese 2023, ISTAT)

## 2.2.2 Il mercato del credito

Nel 2022, l'erogazione di prestiti bancari alle imprese italiane ha seguito un andamento volatile<sup>51</sup>, influenzato da varie dinamiche economiche, soprattutto dal contesto incerto e mutevole. In Figura 12 è illustrato il suo andamento negli ultimi 7 anni.



Figura 12: Prestiti alle imprese (variazioni % annue\*, dati mensili) \* Corretto per l'effetto di cartolarizzazioni e altre cessioni di prestiti. Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia.

L'indagine della Banca d'Italia ha rivelato che, sebbene la domanda complessiva di fondi da parte delle imprese sia rimasta sostanzialmente stabile, ci sono stati significativi cambiamenti interni. Le richieste di finanziamenti per coprire esigenze di liquidità, specialmente per scorte e capitale circolante, sono cresciute ma hanno rallentato nella seconda metà dell'anno. Al contrario, le richieste di fondi per nuovi investimenti sono diminuite, come mostrato in Figura 13.

<sup>51</sup> Rapporto di previsione del Centro Studi Confindustria - primavera 2023, L'economia italiana tra rialzo dei tassi e inflazione alta

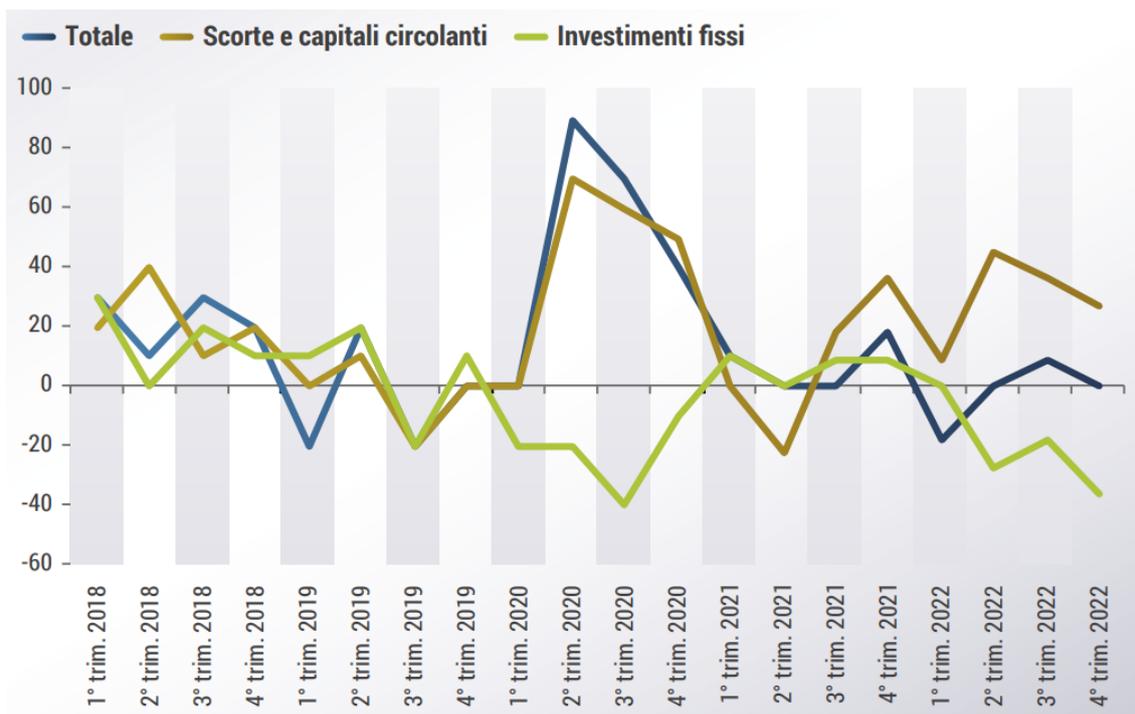


Figura 13: Variazione della domanda di prestiti. Fonte: elaborazioni Centro Studi Confindustria su dati Banca d'Italia

In parallelo, l'indagine ha evidenziato un irrigidimento nell'accesso al credito, con una stretta progressiva e crescente nei criteri di concessione. Le banche hanno alzato i tassi di interesse e applicato oneri aggiuntivi, richiesto più garanzie e limitato le scadenze dei prestiti. Nella seconda metà dell'anno, si è registrata anche una riduzione dell'ammontare dei finanziamenti concessi.

Dati dell'ISTAT<sup>52</sup>, concentrati sul settore manifatturiero, hanno confermato un aumento delle imprese che non hanno ottenuto i prestiti richiesti nel corso del 2022. La liquidità disponibile in azienda, rispetto alle esigenze operative, è diminuita, portando molte imprese a ottenere credito a condizioni più onerose.

Questo scenario ha prodotto un'erosione della liquidità aziendale, soprattutto nei settori dei beni di consumo, che potrebbero avere maggiori difficoltà a mantenere margini redditizi. La situazione, sebbene non grave quanto nel 2020, richiede attenzione e monitoraggio per garantire la stabilità finanziaria delle imprese italiane.

<sup>52</sup> Documento di economia e finanza 2023, ISTAT

Approssimativamente una su quattro imprese (il 24%) ha richiesto un finanziamento bancario, evidenziando notevoli differenze tra il Mezzogiorno, dove il 79,2% delle imprese ha ottenuto l'intero importo richiesto, e il Nord, dove questa percentuale si attesta all'88,4%. Nel complesso, si è verificato un tasso di razionamento del credito pari a circa il 15,6% (Figura 14).

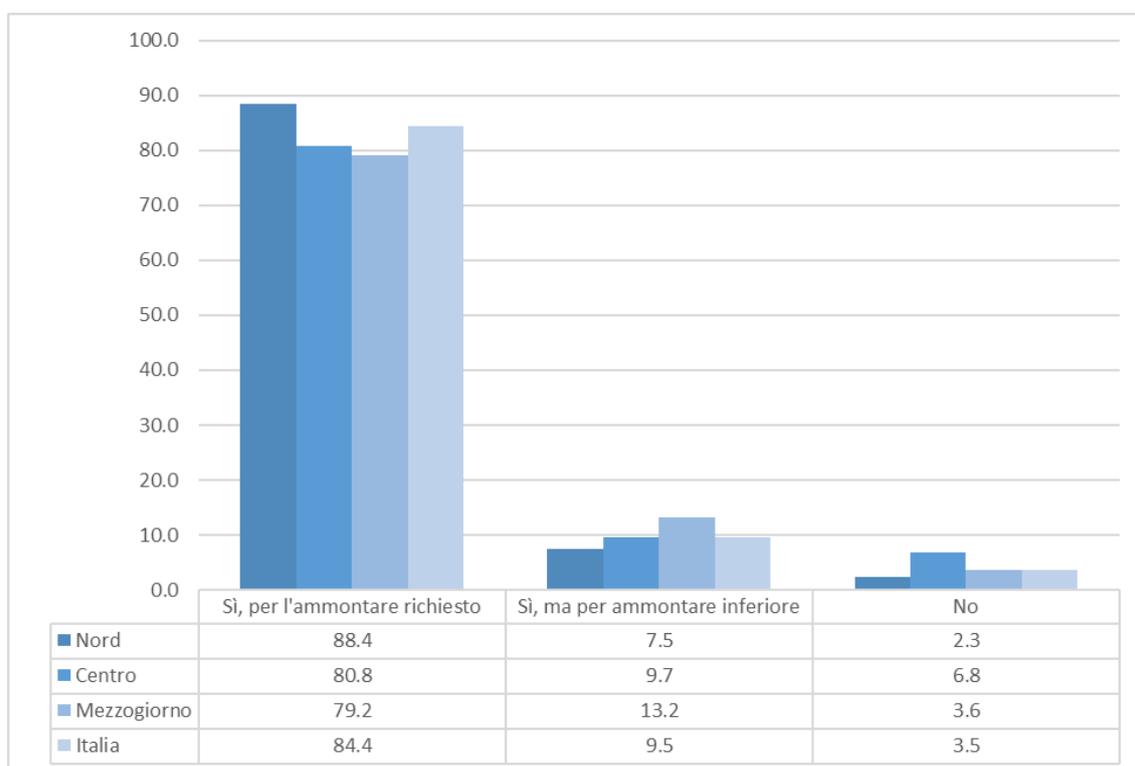


Figura 14: Riscontro alla richiesta di finanziamento bancario per posizione geografica. Anno 2022, Percentuale di Razionamento del credito. Rielaborazione dati Istat (Fonte: Censimento permanente delle imprese 2023, ISTAT)

Tra le ragioni principali che spingono al ricorso al finanziamento esterno, la necessità di liquidità e il sostegno delle attività ordinarie emergono come motivazioni predominanti, specialmente per le imprese di piccole dimensioni. Al contrario, per le imprese di maggiori dimensioni, l'investimento rappresenta la motivazione principale per richiedere fondi esterni. Questo aspetto è evidenziato nella Figura 15, dove l'espansione della capacità produttiva si configura come la terza ragione più citata, prevalentemente da medie e grandi imprese.

Nel corso del tempo, i prestiti bancari hanno rappresentato un elemento cruciale nell'ingresso delle banche nell'economia nazionale (e in certi casi, internazionale, a seconda delle loro

dimensioni e aree operative). Questi prestiti hanno garantito un importante flusso di entrate per le banche, supportando i loro profitti e contribuendo al loro sviluppo e alla loro crescita<sup>53</sup>.

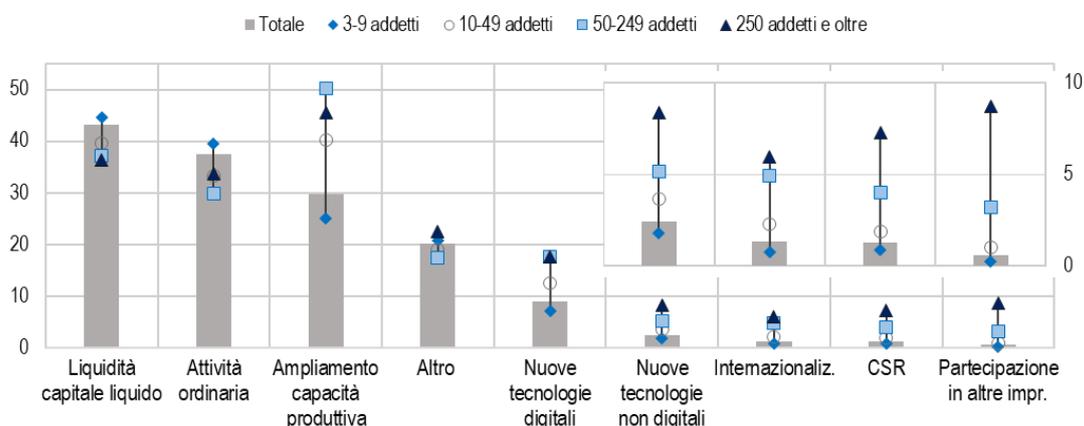


Figura 15: Motivazioni per il ricorso al finanziamento esterno. Anno 2022, valori percentuali. (Fonte: Censimento permanente delle imprese 2023, ISTAT)

I rendimenti derivanti dai prestiti ai clienti sono stati costantemente superiori rispetto ad altre forme di impiego dei fondi bancari. Questo divario di rendimento è stato influenzato sia dal maggiore rischio associato ai prestiti (rispetto, ad esempio, agli investimenti in titoli o ai prestiti interbancari) sia dalla maggiore capacità negoziale delle banche con i singoli clienti. Ciò è stato vero eccetto per alcune grandi imprese con solidi bilanci finanziari e patrimoniali.

Tuttavia, l'attività di concedere prestiti, essendo basata su pagamenti dilazionati nel tempo, comporta intrinsecamente dei rischi. Esiste la possibilità che i beneficiari non siano in grado di rimborsare integralmente il debito nei tempi concordati, specialmente se la loro situazione finanziaria cambia durante il periodo del prestito. Questo rischio può comportare perdite per la banca, influenzando la sua situazione economica e finanziaria.

Le perdite sui crediti, spesso correlate a fattori come frode o una gestione finanziaria imprudente, sono state la principale causa di fallimento delle banche in tutto il mondo. La concessione di prestiti è quindi un'attività estremamente delicata che richiede una gestione, organizzazione e controllo particolarmente attenti.

A confermare il trend di *deleveraging* che stanno seguendo le aziende del paese è un'indagine condotta annualmente da Mediobanca<sup>54</sup> relativa a 2150 società (pubbliche e

<sup>53</sup> Questioni di Economia e Finanza, Le banche locali e il finanziamento dei territori: evidenze per l'Italia (2007-2014), di Maria Lucia Stefani, Valerio Vacca (coordinatori), Daniele Coin, Silvia Del Prete, Cristina Demma, Maddalena Galardo, Iconio Garri, Sauro Mocetti, Dario Pellegrino

<sup>54</sup> Report Dati cumulativi di 2150 società italiane 2023 di Mediobanca

private) industriali e terziarie prevalentemente di grande e media dimensione per gli anni dal 2013 al 2022.

La struttura finanziaria complessiva delle imprese analizzate presenta un rapporto tra debiti finanziari ed equity pari all'81,6%, (Tabella 3) in linea con il livello medio del quinquennio precedente. Storicamente il comparto pubblico presenta un livello di indebitamento maggiore, con Debt-equity ratio al 136,8% nel 2022, in salita di 23,3 punti percentuali rispetto ai livelli medi del 2015-2019. Per quanto concerne le società private si evince una diminuzione dell'indice in questione al 58,2%, confermando la difficoltà nell'accesso al credito discusse in precedenza, specie al diminuire della dimensione aziendale aumentando dunque la difficoltà nel rispettare criteri stringenti posti dalle banche.

Nel settore manifatturiero, il rapporto è ancor più bilanciato, con il 46,2% rispetto alla media precedente del 52,9%. Tuttavia, sono le medie imprese manifatturiere e le imprese familiari italiane a rappresentare la struttura finanziaria più solida, registrando un 42,8%. Va notato che questa valutazione esclude i dati delle controllate estere, la cui struttura finanziaria è direttamente influenzata da altri fattori.

Fondamentale notare l'altro dato presente nella stessa figura, ovvero la disponibilità di liquidità in rapporto ai debiti finanziari. Per la totalità delle imprese la dotazione di disponibilità rappresenta il 23,1% dei debiti finanziari, introducendo così nella struttura finanziaria un elemento di solidità, tenuto conto che nel periodo 2015-2019 attestava a 21,9%.

In sintesi, quindi, nel 2022 le 2150 imprese hanno realizzato una riduzione del Debt-equity ratio e un incremento delle disponibilità, combinando due effetti positivi che hanno concorso a migliorarne l'assetto patrimoniale, restituendo un quadro in grado di fronteggiare meglio la crescita dei tassi d'interesse.

Tabella 3: Struttura finanziaria di 2150 società italiane divise per tipologia (Fonte Report Dati cumulativi di 2150 società italiane 2023 di Mediobanca)

	Debt equity ratio		Disponibilità in % dei debiti finanziari	
	Media 2015-19	2022	Media 2015-19	2022
2150 società .....	82,8	81,6	21,9	23,1
Pubbliche .....	113,5	136,8	19,1	19,9
Private .....	67,9	58,2	24,2	26,3
Manifatturiere .....	52,9	46,2	30,1	33,2
<i>Medie imprese</i> .....	54,1	42,8	55,7	68,2
<i>Medio-grandi</i> .....	57,0	50,6	39,9	41,1
<i>Gruppi maggiori</i> .....	57,7	53,7	27,3	29,5
<i>Controllo estero</i> .....	45,7	37,5	14,2	12,8
Industria in senso stretto .....	71,6	72,4	23,7	26,0
Industriali .....	72,1	73,6	23,8	25,9
<i>Industriali al netto di energia e petrolio</i> ....	54,2	48,9	29,8	32,0
Terziarie .....	121,8	114,7	17,8	15,6
A controllo estero .....	74,9	65,6	8,7	8,8
IV capitalismo .....	56,3	48,7	43,7	46,9
<i>Made in Italy</i> .....	51,7	49,0	36,2	36,9

## 2.3 ASSETTO PROPRIETARIO E MECCANISMI DI CONTROLLO

Dopo aver introdotto il periodo storico e il contorno, si procede ad esaminare l'evoluzione degli assetti proprietari e dei meccanismi di controllo sottostanti nelle società non quotate prima e quotate dopo.

### 2.3.1 Società non quotate

Nel periodo compreso tra il 1993 e il 2016, le società non quotate in Italia presentano caratteristiche distintive nella loro struttura proprietaria e nei meccanismi di controllo, come evidenziato dallo studio condotto da Bianco e Bianchi<sup>55</sup> per il periodo che va dal 1993 al 2005 da Baltrunaite, Brodi e Mocetti<sup>56</sup> per il periodo 2006-2016 e da Rondi e Abrardi<sup>57</sup> per l'intero periodo di riferimento.

La concentrazione della proprietà risulta elevata e stabile nel tempo, con circa il 66% delle azioni totali detenute, nel 1993, dal principale azionista, mantenendo questa percentuale invariata fino al 2005, come mostrato in Figura 16. Nel 2016, i valori rimangono pressoché invariati: il 66% del capitale sociale è detenuto dal 1° socio per le società per azioni (67% per le SRL), mentre il 25% è detenuto da 2° e 3° (29% per le SRL). Questi dati sottolineano una struttura societaria caratterizzata da una stretta cerchia di proprietari, con un numero mediano di azionisti pari a 3.

Concentrando l'attenzione sui soggetti che detengono il controllo, emerge che tra il 1993 e il 2005 circa il 50% delle aziende italiane non quotate era sotto il controllo di singoli individui. In questo periodo, il secondo azionista più rilevante, rappresentato da una holding, ha registrato una crescita dal 20,8% al 24,6%, mostrando spesso una struttura familiare alla sua sommità. Seguono poi le società private non finanziarie, che dal 13,6% nel 1993 sono scese al 9% nel 2005. Questi dati suggeriscono che la maggior parte delle aziende non quotate è gestita da singoli individui o da gruppi familiari. In particolare, nell'anno 2005, l'84,6% delle aziende era controllato da singoli individui, holding o società private non

---

<sup>55</sup> Bianchi, Marcello & Bianco, Magda. (2006). Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?. SSRN Electronic Journal.

<sup>56</sup> Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) Numero 514 – Ottobre 2019 Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese di Audinga Baltrunaite, Elisa Brodi e Sauro Mocetti

<sup>57</sup> Abrardi, Laura & Rondi, Laura. (2023). Italy.

finanziarie, mentre nel 1993 tale percentuale era dell'85,3%, evidenziando un modello di proprietà concentrata stabile nel tempo.

Un cambiamento significativo si è verificato nel periodo considerato per quanto riguarda le aziende estere e la proprietà statale, con un aumento delle prime e una riduzione delle seconde nell'economia italiana, dovuta al processo di privatizzazione degli anni '90. Allo stesso tempo, le aziende finanziarie, ad eccezione delle banche, hanno guadagnato un ruolo più rilevante, seppur marginale.

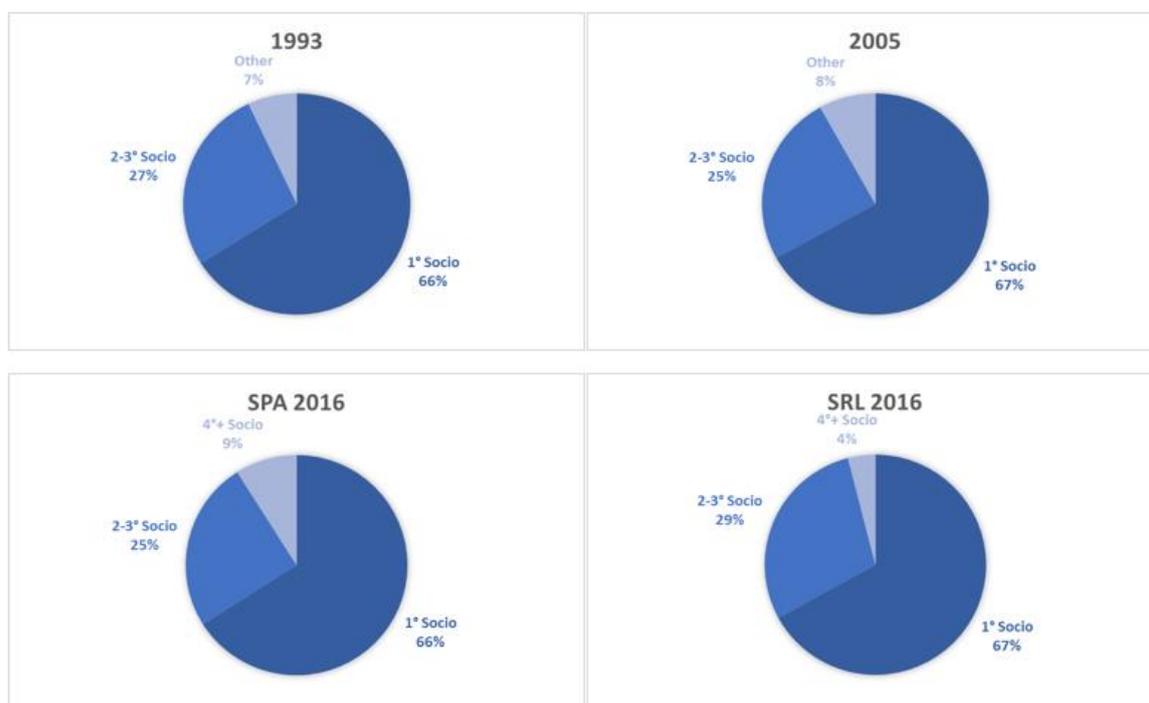


Figura 16 Concentrazione della proprietà nelle società italiane non quotate (Anni 1993-2005: Fonte "Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?", Marcello Bianchi e Magda Bianco, 2006.

Anni 2016: Fonte "Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese", Baltrunaite, Brodi e Mocetti, 2019)

Come illustrato in Tabella 4 da Rondi e Abrardi, la classificazione degli agenti di controllo nel 2016 da parte di Infocamere presenta alcune differenze, con una maggiore predominanza delle aziende familiari e individuali (36%), seguite dalle società di partecipazioni private non finanziarie (34%). In questo contesto, le aziende estere e quelle controllate dallo Stato hanno una presenza minore, rispettivamente del 3% e del 7%. Una nuova categoria residuale, denominata 'coalizione', è stata introdotta, includendo aziende in cui non è identificabile un azionista di maggioranza o di controllo, parzialmente assimilabile alla categoria precedente

di 'holding'. Tuttavia, va sottolineato che la categoria delle imprese familiari potrebbe sottostimare la loro effettiva incidenza, in quanto non tiene conto di tutti i membri della famiglia che possiedono quote aziendali.

Tabella 4: Tipologia di assetto proprietario nelle aziende Italiane non quotate nel 1993, 2005 e 2016 (Fonte: Abrardi, Laura & Rondi, Laura. (2023). Italy.)

	1993 (%)	2005 (%)	2016 (%)	
<b>Individual</b>	50.9	51.0	<b>Family</b>	36
<b>Holding</b>	20.8	24.6	<b>Coalition</b>	20
<b>Private non-financial</b>	13.6	9.0	<b>Private non-financial</b>	34
<b>State</b>	6.9	0.7	<b>State</b>	3
<b>Foreign company</b>	7.8	12.3		
<b>Bank and other financial</b>	0	2.01	<b>Bank and other financial</b>	7

Nel 2016, questa dinamica si riflette nel controllo familiare, presente nel 66% delle società a responsabilità limitata, mentre per le SPA è presente solo nel 36%. (Figura 17)



Figura 17 Distribuzione delle imprese per tipologia di assetto proprietario (Fonte "Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese", Baltrunaite, Brodi e Mocetti, 2019)

Il controllo aziendale è principalmente mantenuto attraverso una forte concentrazione della proprietà, con il 61% delle aziende controllato dalla maggioranza delle azioni. Tuttavia, sono presenti altri strumenti, come le piramidi, che, sebbene utilizzati meno frequentemente negli ultimi anni, hanno giocato un ruolo significativo in passato. Nel 1993, il 56% delle aziende faceva parte di un gruppo piramidale. Tra le aziende non quotate questa struttura non veniva utilizzata solo come strumento di controllo, ma anche per motivi organizzativi e/o

incentivanti. Quando una società (non finanziaria) fa parte di un gruppo (ossia, è controllata da una società di gestione o da un'altra società non finanziaria), di solito la concentrazione della proprietà è estremamente alta (in media, il maggiore azionista possiede l'84% del capitale totale). Questo spiega perché le aziende più grandi (che fanno più frequentemente parte di un gruppo) mostrano una maggiore concentrazione della proprietà.

Gli accordi tra azionisti sono diventati più comuni, rappresentando il 10% delle aziende, offrendo un mezzo per stabilizzare l'esercizio del controllo attraverso coalizioni di azionisti. Questi accordi sono più comuni quando la quota del maggiore azionista è più bassa e l'azienda è di maggiori dimensioni, meno frequenti quando il maggiore azionista è un individuo.

Le clausole statutarie che limitano la trasferibilità delle azioni sono utilizzate nel 45% delle aziende, indicando una strategia per ridurre la concentrazione della proprietà. Queste clausole sono più comuni quando la quota dei maggiori azionisti è più bassa e meno frequenti nelle società controllate da agenti stranieri o da società finanziarie.

Nel complesso, la struttura di governance per le aziende italiane non quotate si presenta estremamente stabile nel tempo, in cui il cambiamento più rilevante riguarda gli strumenti utilizzati per garantire un controllo stabile sull'azienda, anche nei casi in cui un azionista possiede una maggioranza relativa. Questo potrebbe essere un indicatore di un'evoluzione verso strumenti che potrebbero rendere il controllo più contestabile rispetto alle piramidi, ma nel complesso non si osserva ancora una riduzione significativa della concentrazione della proprietà.

Infine, per concludere la sezione dedicata alle società non quotate, sono riportati i dati del rapporto ISTAT del 2023<sup>58</sup> citato in precedenza. Nel 2022 si verifica nuovamente in Italia una marcata presenza di imprese controllate da singoli individui o famiglie, superando le 820.000 unità e rappresentando l'80,9% delle imprese con almeno 3 dipendenti (rispetto al 75,2% nel 2018). Tale fenomeno è prevalentemente diffuso tra le microimprese (83,3% dei casi) e meno comune tra le piccole (74,5%), medie (58,8%) e ancora meno tra le grandi aziende (41,6%).

---

<sup>58</sup> Censimento permanente delle imprese 2023, ISTAT

Per quanto riguarda la gestione aziendale, nella maggior parte dei casi è affidata all'imprenditore o a un membro della famiglia proprietaria; tuttavia, è da notare che si fa ricorso a un dirigente interno o esterno all'azienda, soprattutto nelle imprese di medie dimensioni (10,4% delle unità considerate) e di grandi dimensioni (21,3%). (Tabella 5)

Tabella 5: Imprese controllate da una persona fisica o una famiglia, percentuale di imprese a gestione manageriale (Fonte: Censimento permanente delle imprese 2023, ISTAT)

CLASSE DI ADDETTI	IMPRESE CONTROLLATE DA UNA PERSONA FISICA O UNA FAMIGLIA		Gestione manageriale
	Numero	% su totale imprese	
3-9 addetti	670.888	83,3	0,8
10-49 addetti	140.970	74,5	3,2
50-249 addetti	13.442	58,8	10,0
250 addetti e oltre	1.653	41,6	21,2
<b>TOTALE</b>	<b>826.953</b>	<b>80,9</b>	<b>1,4</b>

### 2.3.2 Società quotate

Barca<sup>59</sup> e La Porta<sup>60</sup> dimostrano che in Italia la governance aziendale è caratterizzata da un'elevata concentrazione di proprietà e da piramidi societarie. Shleifer e Wolfenzon<sup>61</sup> sostengono che l'elevata concentrazione di proprietà dovrebbe essere più comune nei paesi con una minore protezione degli azionisti, a causa dell'incapacità delle aziende di vendere azioni ai piccoli azionisti quando gli investitori non sono sufficientemente tutelati dalla legge. Bebchuk<sup>62</sup> sottolinea che il controllo si rivela prezioso nei paesi con una bassa protezione degli investitori e quindi le aziende sono detenute in modo stretto per garantire che il controllo non sia contestabile. Wolfenzon<sup>63</sup> argomenta che i gruppi piramidali sono

<sup>59</sup> Barca, F., Bianco, M., Cannari, L., Cesari, R., Gola, C., Manitta, G., Salvo, G. e Signorini, L.F., (1994b), *Assetti proprietari e mercato delle imprese. Volume I. Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane*, Il Mulino, Bologna.

<sup>60</sup> Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, *Investor protection and corporate governance*, *Journal of Financial Economics*, Volume 58, Issues 1–2, 2000, Pages 3-27.

<sup>61</sup> Shleifer, Andrei, and Daniel Wolfenzon. 2002. "Investor Protection and Equity Markets." *Journal of Financial Economics* 66 (1): 3-27.

<sup>62</sup> Bebchuk, Lucian Arye, and Mark J. Roe. "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance." *Stanford Law Review*, vol. 52, no. 1, 1999, pp. 127–70.

<sup>63</sup> Heitor V. Almeida, and Daniel Wolfenzon. "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups." *The Journal of Finance*, vol. 61, no. 6, 2006, pp. 2637–80.

creati al fine di espropriare gli azionisti, e questo dovrebbe verificarsi più spesso nei paesi con una minore protezione degli investitori. Bebchuk, Kraakman e Triantis<sup>64</sup> suggeriscono la stessa previsione empirica sottolineando che i gruppi piramidali consentono la separazione tra proprietà e controllo senza rinunciare al controllo, che è una caratteristica molto importante in un paese in cui il controllo è molto prezioso.

Per la descrizione dell'evoluzione della struttura proprietaria per le società quotate verranno presi in considerazione gli studi di Alexander Aganin and Paolo Volpin, Marcello Bianchi e Magda Bianco, Laura Rondi e Laura Abrardi e per quelli più recenti i dati disponibili sul sito della CONSOB.

L'analisi condotta da Aganin e Volpin confronta la struttura della proprietà di tutte le aziende quotate sulla MSE<sup>65</sup> in tre anni: 1947, 1987 e 2000. Questi anni possono essere ordinati in base alla protezione degli investitori. Secondo la classificazione in tre sotto-periodi, la protezione degli investitori era più bassa nel 1947, intermedia nel 1987 e più alta nel 2000.

L'analisi dei dati rivela tre conclusioni principali: un aumento della concentrazione della proprietà (il maggiore azionista controllava direttamente prima il 45% e dopo il 55% dei voti) e dei gruppi piramidali tra il 1947 e il 1987; una riduzione di tale concentrazione (da 55% a 48%) e dei gruppi piramidali tra il 1987 e il 2000.

Il primo risultato sembra contrastare con la teoria finanziaria, poiché un miglioramento nella tutela degli azionisti dovrebbe ridurre tale concentrazione e i gruppi piramidali. Tuttavia, potrebbe non essere avvenuto un reale cambiamento nella protezione degli investitori tra il 1947 e il 1987.

La seconda evidenza, al contrario, supporta la prospettiva finanziaria: tra il 1987 e il 2000, vi è stata un'evidente migliore tutela degli investitori, accompagnata da una riduzione della concentrazione della proprietà e dei gruppi piramidali.

Come in precedenza, l'analisi di Bianchi e Bianco, si focalizza sul periodo che va dal 1990 al 2005, e considera sia le aziende quotate che ciò che viene definito "gruppo quotato". Il

---

<sup>64</sup> Bebchuk, Lucian A. and Kraakman, Reinier H. and Triantis, George G., Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights (2000). Concentrated Corporate Ownership, (R. Morck, ed.), pp. 295-315, 2000, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 249.

<sup>65</sup> Milan Stock Exchange

numero di aziende quotate nel periodo di riferimento è aumentato solo leggermente (anche se sono cresciute notevolmente in termini di capitalizzazione di mercato): da 266 (la loro capitalizzazione di mercato era del 13,8% del PIL) nel 1990, a 282 (49,1% del PIL) a fine 2005.

Mentre, il lavoro di Abrardi e Rondi, analizza l'evoluzione della struttura proprietaria dal 1993 al 2017. È importante notare che l'identità degli azionisti delle società quotate è diventata pubblicamente disponibile solo nel 1994 e solo per gli azionisti con almeno il 2% del capitale. Il numero di aziende quotate, se si estende il periodo di riferimento a quello analizzato da Abrardi e Rondi, diminuisce a 242 (33% del PIL), in seguito alla crisi finanziaria.

La Figura 18 offre uno sguardo sull'andamento della concentrazione della proprietà nelle società quotate italiane nel corso del tempo. Si evidenziano la partecipazione del principale azionista, quella degli altri "azionisti rilevanti" e la quota residua di azioni fluttuanti sul mercato. Nonostante le società italiane quotate mantengano una stabilità nella struttura proprietaria, si notano alcune variazioni significative nel periodo considerato. Tra il 1998 e il 2017, la quota media del principale azionista è rimasta pressoché costante, attestandosi intorno al 47%, con un lieve aumento negli ultimi anni. In parallelo, la partecipazione complessiva degli altri azionisti rilevanti ha registrato un incremento fino al 2011 (raggiungendo il 18%), seguito da un graduale declino fino al 12% nel 2017, mentre la quota di mercato ha mostrato una crescita costante, passando dal 36% nel 1994 al 40% alla fine del periodo considerato.

D'altra parte, l'analisi della Tabella 6 evidenzia una tendenza leggermente diversa, con un aumento più marcato della quota di mercato e una riduzione più significativa della partecipazione del principale azionista. Tale andamento suggerisce che, pur mantenendo una concentrazione elevata nelle piccole e medie imprese, la struttura della proprietà si è evoluta con una maggiore dispersione azionaria nelle grandi aziende nel corso degli anni.

Fino al 2005 la concentrazione è diminuita, soprattutto per le aziende più grandi. Il maggiore azionista di una società quotata possiede in media il 46% (28,6 se ponderato per la capitalizzazione di mercato delle aziende). Questo è da un lato l'effetto del processo di privatizzazione; d'altro canto, è il risultato di nuove quotazioni: circa due terzi delle aziende quotate nel 2005 (che rappresentano il 53% della capitalizzazione di mercato) sono state

quotate nel periodo dal 1992 al 2005. Queste aziende in media sono più piccole delle aziende più vecchie e hanno una concentrazione di proprietà inferiore rispetto alle aziende più vecchie (il maggiore azionista possiede in media il 41,9% nelle "giovannissime" aziende e il 49,4% nelle "vecchie").

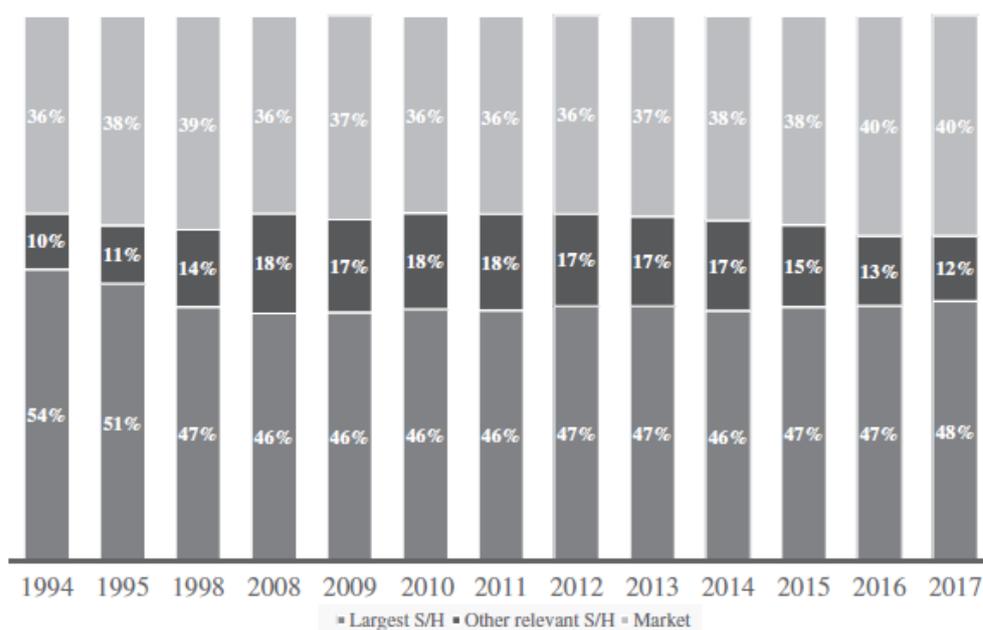


Figura 18: Concentrazione proprietaria delle società quotate Italiane nel periodo 1994-2017 (Fonte: Abrardi, Laura & Rondi, Laura. (2023). Italy.)

Tabella 6: Concentrazione proprietaria delle società quotate Italiane nel periodo 1994-2017 (medie ponderate per market value e percentuali sulla capitalizzazione totale annuale). (Fonte: Abrardi, Laura & Rondi, Laura. (2023). Italy.)

	Largest S/H	Other relevant S/H <sup>a</sup>	Market
1990	47.9	11.4	40.7
1998	33.8	9.7	56.5
2005	28.6	15.5	55.9
2010	34.0	13.5	52.5
2011	35.7	11.4	52.9
2012	34.8	9.4	55.8
2013	34.8	10.2	55
2014	34.5	9.2	56.3
2015	33.9	9.6	56.5
2016	34.0	7.2	58.8
2017	34.7	7.4	57.9

Come discusso in precedenza per le aziende non quotate, le società potrebbero utilizzare diversi strumenti per esercitare il controllo e indurre un certo grado di separazione tra proprietà e controllo. I più comuni sono azioni a doppia classe, piramidi, coalizioni. In seguito, sarà discussa la loro rilevanza nel contesto italiano. In tabella 7 è mostrata la distribuzione delle società quotate Italiane per modello di controllo dal 1996 al 2017.

La Consob classifica le società per tipi di controllo come segue: “controllate dalla maggioranza”, “debolmente controllate” (ossia controllate attraverso un blocco di controllo di minoranza), “controllate attraverso un accordo tra azionisti” se è in atto una fiducia di voto o una coalizione tra azionisti di minoranza, e “società non controllate” se non può essere identificato un azionista di controllo. Confrontando il primo e l'ultimo anno della tabella, il 1996 e il 2017, si notano diverse differenze. In primo luogo, Abrardi e Rondi evidenziano che sebbene il numero di società controllate dalla maggioranza (principalmente aziende familiari) sia stabile, la loro quota della capitalizzazione di mercato totale è più che dimezzata, passando dal 66,8% al 29,8% nel 2017, recuperando dal minimo del 20,6% nel 2010 (al culmine della crisi). In secondo luogo, le società debolmente controllate sono cresciute nel corso del periodo, sia in numero che in valore di mercato, suggerendo così che alcune (grandi) società non sono più controllate attraverso una maggioranza legale e che il tipo di controllo della maggioranza sta diventando più tipico per le aziende più piccole. In terzo luogo, le società controllate attraverso un accordo tra azionisti aumentano prima, specialmente negli anni della crisi finanziaria, ma successivamente sembrano aver perso appeal e nel 2017 il loro numero era inferiore rispetto al 1996. Infine, le società “non controllate” (la categoria simile alle “società pubbliche”) sembrano aumentare lentamente sia in numero che in capitalizzazione di mercato. In sintesi, alla fine del 2017, il 52% delle società quotate era controllato da un azionista con una maggioranza legale, mentre l'86% delle società era controllato sia da una quota di maggioranza che da una quota di minoranza che garantisce il controllo (società debolmente controllate) o da una coalizione.

Tabella 7: Modelli di Controllo delle aziende Italiane quotate (1996-2017) (Fonte: Abrardi, Laura & Rondi, Laura. (2023). Italy.)

	Majority controlled		Weakly controlled		Controlled through a shareholder agreement		Non-controlled companies		Total	
	N	% cap	N	% cap	N	% cap	N	% cap	N	% cap
1996	130	66.8	26	12.2	26	4.8	26	16.2	208	100
1998	122	31.2	33	21.8	28	8.3	33	39	216	100
2005	124	22.8	28	30.6	24	16.5	44	30.1	220	100
2010	128	20.6	53	43.0	51	12.4	38	24	270	100
2015	115	28.1	52	34.8	30	6.0	37	31.1	234	100
2016	116	27.2	53	43.6	29	6.5	32	22.6	230	100
2017	120	29.8	57	39.8	22	5.3	32	25.1	231	100

### 2.3.3 Gruppi piramidali

Inizialmente nel 1990, l'utilizzo dei gruppi piramidali come strumenti di controllo induceva un notevole grado di separazione tra proprietà e controllo, misurato attraverso il leverage (rapporto tra il capitale controllato e il capitale posseduto). Nel complesso, tale separazione era significativamente più elevata quando una società quotata senza un agente di controllo identificabile si trovava in cima alla piramide.

Tuttavia, nel corso del periodo considerato, si è osservato un cambiamento sostanziale in questa dinamica. Nel 2001, il leverage è diminuito, indicando una riduzione della separazione tra proprietà e controllo attraverso le piramidi.

Parallelamente, l'analisi rivela un'evoluzione nella natura stessa dei gruppi piramidali nel settore non finanziario privato. Storicamente cruciali come strumenti di controllo e per espandere le attività economiche, questi gruppi avevano una struttura complessa all'inizio degli anni '90, organizzata come piramidi di società quotate. Questa struttura verticale e orizzontale mirava a massimizzare il leverage di controllo e a gestire la diversificazione delle attività attraverso entità giuridiche separate.

Tuttavia, nel corso del tempo, si è verificato un cambiamento significativo in queste strutture. Nel periodo analizzato, c'è stata una riduzione drammatica sia nella "larghezza" che nella "profondità" dei gruppi, misurate rispettivamente dal numero di società quotate appartenenti allo stesso gruppo e dal numero di livelli nella catena di controllo di tali società.

Questi cambiamenti suggeriscono un movimento verso strutture di controllo più dirette e trasparenti, con una minore complessità nelle catene di proprietà. La riduzione della larghezza e profondità dei gruppi indica un declino nel ricorso a strutture piramidali come strumento di controllo, suggerendo una transizione verso forme di governance più efficienti e meno complesse.

### **2.3.4 Dual class share e Coalizioni**

Come suggerito per le società non quotate, un secondo strumento per controllare una società senza avere la maggioranza delle azioni è costituire una coalizione con altri azionisti. Una terza possibilità è emettere azioni con diritti di voto limitati (o nulli). Nel 1990, le azioni a voto limitato erano ampiamente utilizzate, con il 39% delle società quotate che le emetteva, rappresentando il 14,4% del totale delle azioni in circolazione. Tuttavia, nel 2005, questa pratica era drasticamente diminuita, con solo il 14% delle società che emetteva azioni senza diritto di voto, pari al 4% del totale delle azioni sul mercato. Tale declino potrebbe essere attribuito al disinteresse degli investitori e alle preoccupazioni sulla protezione degli investitori in Italia.

Per quanto riguarda le coalizioni, invece, nel 1990, il 10,9% delle società quotate era controllato da esse, rappresentando quasi il 20% della capitalizzazione di mercato totale. Nel 2005, questa pratica era notevolmente aumentata, con il 34,5% delle società quotate controllate da coalizioni, il cui peso era salito al 47% della capitalizzazione totale. È interessante notare che oltre il 60% di queste coalizioni erano informali, basate sulla fiducia e sulla reputazione, piuttosto che su accordi espliciti tra azionisti.

Le coalizioni, specialmente quando formalizzate, sembrano essere associate a una riduzione della concentrazione di proprietà. Tuttavia, va notato che questa riduzione non si traduce direttamente in una maggiore contestabilità del controllo, poiché in media meno del 50% è disperso sia attraverso il controllo delle coalizioni che attraverso il controllo di maggioranza.

Inoltre, si osserva che le coalizioni sono più comuni tra le società recentemente quotate, indicando un cambiamento nella dinamica della governance aziendale nel corso degli anni.

Nel complesso, le evidenze analizzate mostrano che rispetto all'inizio del periodo considerato, le aziende non finanziarie:

- i) tendono a quotarsi in borsa meno frequentemente;
- ii) cercano di garantire una stabilità del controllo meno attraverso la concentrazione di proprietà/strutture piramidali (possibilmente a causa dell'internazionalizzazione dei mercati finanziari e del disinteresse degli investitori internazionali per le strutture piramidali) e più attraverso una maggiore quota di proprietà detenuta da individui/famiglie e coalizioni (dove a volte sono coinvolte banche).

D'altra parte, le banche:

- i) tendono a quotarsi più frequentemente, nella maggior parte dei casi come aziende quotate (a volte come conseguenza della privatizzazione);
- ii) hanno rafforzato il ruolo delle coalizioni.

### **2.3.5 Scenario Attuale**

Al termine del 2021, l'Euronext Milan (EXM) elenca 216 società italiane con azioni ordinarie, con una capitalizzazione totale che supera i 583 miliardi di euro. Oltre il 50% delle società quotate fa parte del comparto industriale, rappresentando circa il 36,6% del valore complessivo di mercato. I settori dei servizi e finanziario contribuiscono rispettivamente con il 23,6% e il 22,2% delle società quotate, corrispondenti al 30,8% e al 32,6% della capitalizzazione totale.

La concentrazione della proprietà delle imprese ha registrato una leggera crescita, con la quota del primo azionista che, alla fine del 2021, rappresenta in media il 49% del capitale (in aumento rispetto al 47,6% nel 2020). Allo stesso tempo, la quota di mercato corrisponde al 39% del capitale (rispetto al 40% nel 2020; Tabella 8). In coerenza con gli anni precedenti, le famiglie mantengono la loro posizione predominante come principali azionisti, controllando il 63,4% delle imprese quotate, prevalentemente di dimensioni più contenute e attive nel settore industriale (Tabella 9). Lo Stato e gli altri enti locali sono l'azionista di riferimento nell'11,6% delle società, prevalentemente di dimensioni maggiori e operanti nel

settore dei servizi. Per circa il 19% degli emittenti, in prevalenza imprese di maggiori dimensioni del settore finanziario, non è possibile identificare un ultimate controlling agent (UCA).

Tabella 8: Concentrazione proprietaria nelle società quotate italiane (Fonte: Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2022)

	1998	2011	2019	2020	2021
<b>primo azionista</b>					
quota media	48.7	46.1	47.8	47.6	49.0
quota media ponderata	34.7	35.7	31.9	31.4	32.2
<b>altri azionisti rilevanti</b>					
quota media	14.7	17.6	12.2	12.4	12.1
quota media ponderata	10.0	11.4	8.3	10.2	11.0
<b>mercato</b>					
quota media	36.5	36.3	40.0	40.0	39.0
quota media ponderata	55.3	52.9	59.8	58.4	56.8
<b>partecipazione di controllo</b>					
quota media	51.7	49.7	49.0	49.3	51.4
quota media ponderata	35.0	35.7	30.8	30.6	31.6

Tabella 9: Identità dell'azionista di controllo (ultimate controlling agent - UCA) nelle società quotate italiane (Fonte: Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2022)

	2012	2019	2020	2021
<b>famiglie</b>				
numero società	152	145	144	137
% totale	60.6	63.6	64.0	63.4
% capitalizzazione totale	26.4	25.6	27.2	25.6
<b>Stato ed enti locali</b>				
numero società	22	24	25	25
% totale	8.8	10.5	11.1	11.6
% capitalizzazione totale	41.7	39.7	39.3	35.3
<b>istituzioni finanziarie</b>				
numero società	9.0	12	7	6
% totale	3.6	5.3	3.1	2.8
% capitalizzazione totale	0.6	3.4	4.2	2.3
<b>misto</b>				
numero società	20	7	7	8
% totale	8.0	3.1	3.1	3.7
% capitalizzazione totale	6.8	0.7	0.5	1.0
<b>no UCA</b>				
numero società	48	40	42	40
% totale	19.1	17.5	18.6	18.5
% capitalizzazione totale	24.5	30.6	28.7	35.9

A fine 2021, si nota una riduzione della presenza degli investitori istituzionali<sup>66</sup> tra gli azionisti significativi delle società quotate italiane rispetto agli anni precedenti. Si ricorda che secondo la teoria dell'agenzia, la partecipazione degli investitori istituzionali svolge un ruolo fondamentale nell'attuazione di attività di monitoraggio, con l'obiettivo di mitigare i costi di agenzia. Pertanto, la presenza di tali investitori assume un'importanza significativa all'interno delle strutture societarie.

Il numero di imprese in cui tali investitori detengono partecipazioni superiori alla soglia di trasparenza proprietaria è diminuito da 65 a 55 rispetto al 2020, pur mantenendo una quota media intorno all'8% (Tabella 10). Inoltre, il totale delle partecipazioni rilevanti detenute dagli investitori istituzionali è sceso da 84 a 72 nel 2021. Questa contrazione è particolarmente evidente tra gli investitori esteri, registrando i valori minimi dal 2013 sia in termini di numero di società partecipate che di partecipazioni significative. Al contrario, il numero di società di piccole dimensioni partecipate in misura rilevante da investitori istituzionali italiani è rimasto stabile a 18, mentre il totale delle partecipazioni di questi ultimi è aumentato di una unità.

Tabella 10: Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali nelle società quotate italiane (Fonte: Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2022)

	2011	2019	2020	2021
<b>almeno un investitore istituzionale</b>				
numero società	75	67	65	55
% totale	28.8	29.4	28.9	25.5
quota media	7.7	8.2	7.8	8.0
<b>almeno un investitore istituzionale italiano</b>				
numero società	48	14	18	18
% totale	18.5	6.1	8.0	8.3
quota media	6.7	7.2	6.7	7.2
<b>almeno un investitore istituzionale estero</b>				
numero società	36	55	50	40
% totale	13.8	24.1	22.2	18.5
quota media	7.1	8.2	7.7	7.8

<sup>66</sup> Per investitori istituzionali si intendono i fondi di investimento, le banche e le imprese di assicurazione soggette agli obblighi di comunicazione previsti dalla normativa CONSOB e la cui quota di partecipazione sia inferiore al 10% (ai fini del Rapporto CONSOB non sono classificati come istituzionali gli investitori che detengono una quota superiore al 10% del capitale di una società)

Alla fine del 2021, il diritto di voto maggiorato è contemplato negli statuti di 69 emittenti, in aumento rispetto ai 64 del 2020, e rappresenta poco più del 18% del valore totale di mercato. Questa disposizione è più comune nei settori industriale e dei servizi, nonché tra le società di minori dimensioni. Va notato che il ricorso al voto plurimo, previsto in soli 4 casi, rimane marginale. (Tabella 11).

*Tabella 11: Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo nelle società quotate italiane (Fonte: Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2022)*

<b>2021</b>	<b>totale total</b>	<b>finanziario financial</b>	<b>industriale industrial</b>	<b>servizi services</b>
<b>società con azioni a voto maggiorato</b>				
numero società	<b>69</b>	9	38	22
% capitalizzazione settore	<b>18.2</b>	7.8	22.5	24.2
<b>società con azioni a voto plurimo</b>				
numero società	<b>4</b>	--	2	2
% capitalizzazione settore	<b>0.3</b>	--	0.3	0.4

Per quanto concerne i gruppi piramidali, i dati più recenti disponibili risalgono al 2020, mostrati in Tabella 12. In quell'anno, le società facenti parte di un gruppo verticale, incluso all'interno di un gruppo misto, rappresentavano l'11,5% del listino e il 25,9% della capitalizzazione totale. Tali cifre indicano un calo rispetto al 2019, quando erano rispettivamente pari al 12,8% e al 33,8%. I dati confermano altresì una progressiva diminuzione dell'intensità del fenomeno della separazione tra proprietà e controllo nel periodo 1998-2020. In particolare, si registra una diminuzione nel numero medio di società appartenenti a gruppi verticali (da 3,3 nel 1998 a 2,4 nel 2020) e nel valore medio del rapporto tra capitale controllato e capitale investito, noto come leva finanziaria (passato da 3,5 a 1,5 nel periodo considerato).

Tabella 12: Gruppi nelle società quotate italiane (Fonte: Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2021)

numero società (% sul totale)	2011	2018	2019	2020
<b>gruppi orizzontali</b>	5.4	2.2	2.2	2.7
<b>gruppi piramidali</b>	16.2	12.1	11.0	10.7
<i>di cui:</i>				
<i>vertice</i>	6.5	5.6	4.8	4.9
<i>controllata</i>	9.6	6.5	6.1	5.8
<b>gruppi misti</b>	4.6	4.8	2.6	2.7
<i>di cui:</i>				
<i>vertice</i>	1.2	1.3	0.9	0.9
<i>controllata</i>	1.9	2.2	0.9	0.9
<i>struttura orizzontale</i>	1.5	1.3	0.9	0.9
<b>società stand-alone</b>	73.8	81.0	84.2	84.0

capitalizzazione di mercato (% sul totale)	2011	2018	2019	2020
<b>gruppi orizzontali</b>	1.8	0.8	0.7	0.9
<b>gruppi piramidali</b>	51.6	36.0	28.5	21.5
<i>di cui:</i>				
<i>vertice</i>	37.6	31.6	25.4	19.9
<i>controllata</i>	14.0	4.4	3.1	1.6
<b>gruppi misti</b>	17.1	5.9	5.8	4.7
<i>di cui:</i>				
<i>vertice</i>	11.6	3.9	3.9	3.1
<i>controllata</i>	3.0	1.5	1.4	1.3
<i>struttura orizzontale</i>	2.4	0.5	0.6	0.4
<b>società stand-alone</b>	29.6	57.3	64.9	72.8

## CAPITOLO 3: DEBITO E STRUTTURA PROPRIETARIA

Come riportato nel primo capitolo, Jensen e Meckling sostengono che l'allocazione delle fonti di finanziamento di debito ed equity influisce sui costi di agenzia derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo, e che questi costi aumentano al diminuire della quota di proprietà detenuta dai manager.

La struttura di capitale ottimale è quella che minimizza i costi dell'agenzia di equity e debito. Secondo Jensen, il debito potrebbe essere uno strumento utile nel monitorare il comportamento dei manager, in quello che chiama "ipotesi di controllo". Livelli più elevati di debito riducono il problema di sovrainvestimento e "costringono" i manager a non utilizzare in modo eccessivo i flussi di cassa liberi in modo discrezionale, incoraggiando invece la restituzione degli eventuali eccessi di liquidità agli azionisti sotto forma di dividendi. Gli effetti positivi del debito però, non sono infiniti, ed è necessario identificare il giusto compromesso tra la possibilità di fallimento finanziario e il punto in cui i costi marginali e i benefici derivanti dall'uso del debito si compensano massimizzando il valore dell'azienda. Il debito induce anche i manager ad aumentare il valore dell'azienda e a non mettere a rischio le loro competenze manageriali e la loro reputazione sul mercato, anche se tale assunzione potrebbe non essere valida in paesi in cui l'abuso di leva servirebbe a espropriare gli azionisti di minoranza<sup>67</sup>.

Il debito e la struttura di proprietà possono rappresentare eccellenti meccanismi di controllo dei costi dell'agenzia. Tuttavia, i risultati trovati nella letteratura pertinente sulla relazione tra debito e struttura di proprietà non sembrano univoci poiché alcuni studi, come quelli di Myers e Majluf<sup>68</sup>, Friend e Lang<sup>69</sup>, Jensen et al.<sup>70</sup>, forniscono prove di una relazione negativa, indicando il controllo dei costi dell'agenzia, mentre altri studi trovano evidenze di

---

<sup>67</sup> Faccio, M., Lang, L.H. and Young, L. (2010), "Pyramiding vs leverage in corporate groups: international evidence", *Journal of International Business Studies*, Vol. 41, pp. 88-104.

<sup>68</sup> Myers S.C., Majluf, N.S. (1984) "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187-221.

<sup>69</sup> Friend, I. and Lang, L.H. (1988) An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, 43, 271-281.

<sup>70</sup> Jensen, G., Solberg, D. and Zorn, T. (1992) Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 247-263.

una relazione complementare (Harris e Raviv<sup>71</sup>, Boubaker et al.<sup>72</sup>), che potrebbe implicare sia il monitoraggio che l'espropriazione degli azionisti di minoranza.

Rajan e Zingales<sup>73</sup> ipotizzano che i portafogli non diversificati degli azionisti di controllo potrebbero spingerli a ridurre il debito perché potrebbe aumentare il rischio di insolvenza dell'azienda. Altri studi hanno invece dimostrato empiricamente che le imprese familiari tendono ad aumentare il livello di debito dell'azienda<sup>74</sup>.

Lin et al.<sup>75</sup> osservano che il proprietario di controllo tende ad evitare dipendenza dal debito per eludere il monitoraggio delle banche. Jensen e Crutchley<sup>76</sup> negli Stati Uniti trovano che debito, ownership interna e investitori istituzionali sono determinati simultaneamente e sono buoni sostituti nel controllo e monitoraggio dei costi dell'agenzia. Dallo studio di Hermassi et al.<sup>77</sup>, mirato a valutare l'effetto della corporate governance e della struttura della proprietà nelle aziende Canadesi, emerge che la proprietà familiare, istituzionale e governativa ha un impatto negativo sul livello di debito. Altri autori, invece, ritengono che il livello di debito nei paesi *civil law*, in cui c'è una chiara separazione tra proprietà e controllo e un uso frequente di gruppi piramidali, aumenti e venga utilizzato come strumento per espropriare gli azionisti di minoranza<sup>78</sup>. Dall'analisi di Boubaker in Francia emerge che il debito viene utilizzato per espropriare gli azionisti di minoranza, e Hernández-Cánovas et al.<sup>79</sup> giungono a una conclusione simile dopo aver esaminato 2.544 piccole e medie imprese spagnole.

---

<sup>71</sup> Harris, M. and Raviv, A. (1991), "The theory of capital structure", *The Journal of Finance*, Vol. 46 No. 1, pp. 297-355.

<sup>72</sup> Boubaker, S., Rouatbi, W. and Saffar, W. (2014), "The role of multiple large shareholders in the choice of debt source".

<sup>73</sup> Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *The Journal of Finance*, Vol. 50 No. 5, pp. 1421-1460.

<sup>74</sup> Croci, E., Doukas, J.A. and Gonenc, H. (2011), "Family control and financing decisions", *European Financial Management*, Vol. 17 No. 5, pp. 860-897.

<sup>75</sup> Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P. and Xuan, Y. (2013), "Corporate ownership structure and the choice between bank debt and public debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 109 No. 2, pp. 517-534.

<sup>76</sup> Crutchley, C.E., Jensen, M.H., Jahera, J.S. Jr. and Raymond, J.E. (1999), "Agency problems and the simultaneity of financial decisions making: the role of institutional ownership", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 8 No. 2, pp. 177-197.

<sup>77</sup> Hermassi, Nadia & Adjaoud, Fodil & Aloui, Chaker. (2015). *The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure : Empirical Evidence from Canada*. *Gestion* 2000. 32. 95.

<sup>78</sup> Paligorova, T. and Xu, Z. (2012), "Complex ownership and capital structure", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18 No. 4, pp. 701-716.

<sup>79</sup> Hernández-Cánovas, G., Mínguez-Vera, A. and Sánchez-Vidal, J. (2014), "Ownership structure and debt as corporate governance mechanisms: an empirical analysis for Spanish SMEs", *Journal of Business Economics and Management*, pp. 1-17,

Invece, i risultati di De Miguel et al.<sup>80</sup> sembrano essere più articolati poiché sostengono che la relazione tra debito e concentrazione di proprietà può assumere sia un ruolo complementare che sostitutivo e che in entrambi i casi possono verificarsi fenomeni legati alla convergenza di interessi e all'espropriazione degli azionisti di minoranza, a seconda del grado di radicamento degli azionisti di controllo. De La Bruslerie and Latrous<sup>81</sup> trovano una relazione a forma di U inversa, e, in particolare, a basso livello di concentrazione di proprietà, la relazione è positiva e dopo un certo punto diventa negativa. Ellul<sup>82</sup>, analizzando un dataset internazionale di aziende provenienti da 36 paesi, osserva invece che le imprese familiari sembrano essere più disposte ad aumentare il livello di debito rispetto alle imprese non familiari e che la relazione è più accentuata nei paesi in cui gli azionisti di minoranza sono meno protetti.

Lo studio di Ji Sun et al.<sup>83</sup> si concentra sulla relazione tra proprietà e rapporto di leva nel contesto del Regno Unito. Utilizzando indicatori di proprietà manageriale e istituzionale, evidenzia una relazione non lineare tra il rapporto di debito e la concentrazione della proprietà. A livelli più bassi, la concentrazione della proprietà mostra una relazione positiva con il leverage, mentre diventa negativa per aziende con concentrazioni più elevate. Questo passaggio viene spiegato attraverso la teoria dell'allineamento degli interessi e l'auto-preservazione manageriale.

In Italia, Bianco e Nicodano<sup>84</sup> hanno riscontrato che il debito aumenta soprattutto attraverso le controllate piuttosto che attraverso le società di controllo e che le società di controllo aumentano il debito, esponendosi anche al rischio di insolvenza, quando il comportamento delle controllate comporta un aumento dei costi di finanziamento. A differenza di altri studi,

---

<sup>80</sup> De Miguel, A., Pindado, J. and de la Torre, C. (2005), "How do entrenchment and expropriation phenomena affect control mechanisms?", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13 No. 4, pp. 505-516

<sup>81</sup> De La Bruslerie, H. and Latrous, I. (2012), "Ownership structure and debt leverage: empirical test of a trade-off hypothesis on French firms", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 22 No. 4, pp. 111-130.

<sup>82</sup> Ellul, A. (2010), "Control motivations and capital structure decision"

<sup>83</sup> Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK" di Ji Sun, Li Ding, Jie Michael Guo, e Yichen Li:\*\*

<sup>84</sup> Bianco, M. and Nicodano, G. (2006), "Pyramidal groups and debt", *European Economic Review*, Vol. 50 No. 4, pp. 937-961.

La Rocca et al.<sup>85</sup> hanno trovato che mentre le aziende utilizzano più debito durante la fase iniziale, nella fase di maturità tendono a favorire l'uso di fonti interne.

I risultati della letteratura sulla relazione tra struttura di proprietà e struttura del capitale sono sostanzialmente misti. Da un lato, infatti, la presenza di detentori di blocchi potrebbe limitare i conflitti tra azionisti e manager, riducendo i costi dell'agenzia e facilitando la crescita del patrimonio; d'altro canto, è da considerare che i detentori di quote più grandi possono avere portafogli non diversificati e possono essere spinti a ridurre il debito a causa della loro avversione al rischio.

Berger et al.<sup>86</sup> hanno riscontrato un alto indebitamento nelle aziende con azionisti di blocco. Ciò significa che dovrebbe esistere una relazione positiva tra la concentrazione della proprietà e l'indebitamento. Tuttavia, altre ricerche hanno un'opinione contraddittoria sulla relazione tra concentrazione della proprietà e indebitamento. Brailsford et al.<sup>87</sup>, Claessens et al.<sup>88</sup> hanno confermato l'effetto negativo della concentrazione della proprietà sull'indebitamento aziendale.

Tuttavia, in entrambi i casi, i risultati devono essere interpretati con attenzione. Ad esempio, se la relazione tra debito e struttura di proprietà è negativa, e quindi sostitutiva, è possibile che gli azionisti di controllo stiano evitando l'analisi del debito bancario sfuggendo così al suo ruolo di monitoraggio dei costi dell'agenzia, proprio come è probabile che la sola concentrazione di proprietà possa essere sufficiente come strumento per monitorare il comportamento opportunistico dei manager. Se la relazione è positiva, e quindi complementare, i due strumenti possono agire contemporaneamente nel ridurre i costi dell'agenzia o l'aumento del debito può essere mirato all'espropriazione degli azionisti di minoranza. Il segno positivo (negativo) della relazione tra debito e struttura di proprietà non implica necessariamente un monitoraggio complementare (monitoraggio sostitutivo) poiché l'aumento del livello di debito e la proprietà azionaria possono risultare in entrambi un effettivo monitoraggio dei costi dell'agenzia e nel provocare un processo di espropriazione

---

<sup>85</sup> La Rocca, M., La Rocca, T. and Cariola, A. (2011), "Capital structure decisions during a firm's life cycle", *Small Business Economics*, Vol. 37 No. 1, pp. 107-130.

<sup>86</sup> Berger, P., Ofek, E. and Yermack, D. (1997) *Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions*. *The Journal of Finance*, 52, 1411-1438.

<sup>87</sup> Brailsford, Timothy & Oliver, Barry & Pua, Sandra. (2002). *On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure*. *Accounting and Finance*. 42. 1-26.

<sup>88</sup> Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H. and Lang, L.H.P. (2002), *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*. *The Journal of Finance*, 57: 2741-2771.

degli azionisti di minoranza poiché con l'aumento del debito, l'azienda ha maggiori risorse finanziarie che gli azionisti di controllo potrebbero utilizzare impropriamente. Faccio et al.<sup>89</sup>, in particolare, sostengono che l'espropriazione attraverso il debito avviene principalmente in paesi che hanno una elevata separazione tra proprietà e controllo e una bassa protezione dei creditori; in questi paesi, il gruppo piramidale e il debito spesso assumono un ruolo complementare, e questi strumenti sono frequentemente utilizzati non per monitorare i costi dell'agenzia ma per espropriare gli azionisti di minoranza. Santos et al.<sup>90</sup> sostengono che gli azionisti di controllo riducono il debito perché, non avendo portafogli diversificati, sono avversi al rischio; al contrario, osservano che la coalizione tra azionisti non di controllo si rivela uno strumento di monitoraggio più efficace.

Alla luce delle evidenze empiriche esistenti, è probabile che l'ipotesi di monitoraggio attivo da parte del maggior azionista, oltre al debito, possa migliorare il controllo e la supervisione dei manager, informando contemporaneamente il mercato sulla qualità dei flussi di cassa attesi e sul benessere dell'azienda<sup>91</sup>, creando così le condizioni per un allineamento e una convergenza degli interessi. D'altro canto, invece, in presenza di un'elevata concentrazione di proprietà, il ruolo complementare del debito potrebbe essere altrettanto utilizzato per espropriare gli azionisti di minoranza, specialmente quando l'effetto di trinceramento diventa una realtà<sup>92</sup>. In questa ipotesi, l'uso del debito sarebbe finalizzato ad aumentare le risorse per scopi non in linea con la massimizzazione del valore, ma semplicemente per estrarre i benefici privati del controllo attraverso il "tunneling"<sup>93</sup>, evitando un aumento del capitale di rischio e la diluizione del controllo. In altre parole, l'uso del debito diventa uno strumento per acquisire risorse proteggendo allo stesso tempo gli azionisti di controllo da possibili acquisizioni e, allo stesso tempo, per aumentare i benefici privati del controllo attraverso comportamenti opportunistici.

---

<sup>89</sup> Faccio, M., Lang, L.H. and Young, L. (2010), "Pyramiding vs leverage in corporate groups: international evidence", *Journal of International Business Studies*, Vol. 41, pp. 88-104.

<sup>90</sup> Santos, S.M., Moreira, C.A. and Vieira, E.S. (2014), "Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure", *Journal of Management and Governance*, Vol. 18 No. 4, pp. 1063-1107.

<sup>91</sup> Ross, S.A. (1977), "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8 No. 1, pp. 23-40.

<sup>92</sup> Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 Nos 1/2, pp. 293-315

<sup>93</sup> Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (2000), "Tunnelling", *American Economic Review*, Vol. 90 No. 2, pp. 22-27.

### 3.1 INVESTITORI ISTITUZIONALI E DEBITO

Una crescente letteratura ha esplorato la relazione tra la presenza di investitori istituzionali e le decisioni di investimento delle aziende. Diversi studi, ad esempio, hanno analizzato la relazione tra investitori istituzionali e investimenti in R&D, ma hanno prodotto risultati contrastanti. La Porta et al.<sup>94</sup> suggeriscono che gli investitori istituzionali riducono le asimmetrie informative e possono agire come sostituti nel monitoraggio, portando così le aziende a indebitarsi in misura minore. Pertanto, potrebbero migliorare la protezione degli investitori inducendo le aziende a gravitare verso forme più rischiose di investimento se operano in una prospettiva a lungo termine.

Crutchley et al.<sup>95</sup> hanno trovato una relazione negativa e significativa tra investitori istituzionali e debito negli Stati Uniti. Michaely et al.<sup>96</sup>, studiando un ampio campione di aziende negli Stati Uniti nel periodo 1980-2013, hanno riscontrato una relazione negativa e statisticamente significativa tra investitori istituzionali e leva finanziaria aziendale. Chung and Wang<sup>97</sup> hanno anche riscontrato che il livello di debito diminuisce quando la quota detenuta dagli investitori istituzionali aumenta e che questi ultimi potrebbero sostituire il ruolo disciplinare del monitoraggio del debito. L'articolo di Ji Sun et al.<sup>98</sup> evidenzia che la proprietà istituzionale ha un effetto positivo uniforme sui rapporti di leva aziendali, anche se un alto grado di proprietà istituzionale diminuisce la probabilità di emissione di obbligazioni rispetto all'equity. I loro risultati forniscono due spiegazioni: in primo luogo, le aziende con una forte presenza di investitori istituzionali sono incentivate ad emettere più obbligazioni e meno equity. In secondo luogo, tali aziende sono più propense a rivolgersi ad altri tipi di debito come canali di finanziamento. Mostra anche come le valutazioni di mercato

---

<sup>94</sup> La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000), "Agency problems and dividend policies around the world", *The Journal of Finance*, Vol. 55 No. 1, pp. 1-33.

<sup>95</sup> Crutchley, C.E., Jensen, M.H., Jahera, J.S. Jr. and Raymond, J.E. (1999), "Agency problems and the simultaneity of financial decisions making: the role of institutional ownership", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 8 No. 2, pp. 177-197.

<sup>96</sup> Michaely, R., Popadak, J. and Vincent, C. (2015), "The deleveraging of US firms and institutional investors' role"

<sup>97</sup> Chung, C.Y. and Wang, K. (2014), "Do institutional investors monitor management? Evidence from the relationship between institutional ownership and capital structure", *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 30, pp. 203-233.

<sup>98</sup> Sun, Ji & Ding, Li & Guo, Jie Michael & Li, Yichen, (2016), "Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK," *The British Accounting Review*, Elsevier, vol. 48(4), pages 448-463

influenzino le decisioni di finanziamento esterno delle aziende in base al tipo di proprietà manageriale, fornendo una forte evidenza a sostegno della teoria del market timing.

Al contrario, Deesomsak et al.<sup>99</sup> hanno affermato che il coinvolgimento del governo nella struttura della proprietà consente un migliore accesso al mercato del capitale e offre l'opportunità di contrarre prestiti a tassi favorevoli garantiti dal governo. La proprietà istituzionale consente all'azienda di avere una migliore reputazione e, di conseguenza, una maggiore capacità di indebitarsi.

Gli investitori istituzionali sono figure importanti perché, in teoria, non dovrebbero perseguire politiche di rendimento a breve termine; piuttosto, dovrebbero investire in progetti con prospettive di miglioramento dei rendimenti nel medio e lungo termine. Non sorprende che siano chiamati "investitori pazienti" poiché potrebbero garantire una maggiore attivismo in relazione alle politiche di innovazione e spingere i manager verso investimenti più rischiosi, come in R&D, e verso una prospettiva orientata alla crescita con una prospettiva a lungo termine. Date le strutture di proprietà delle aziende quotate italiane, si ipotizza che gli investitori istituzionali abbiano un ruolo di monitoraggio nel conflitto di agenzia.

### **3.2 FOCUS ITALIA E IMPRESE FAMILIARI**

La maggior parte degli studi presenti in letteratura ha esaminato i paesi di *common law*, che hanno una maggiore protezione degli azionisti e dei detentori di debito, e solo un modesto numero di studi ha esaminato i paesi di *civil law*, noti per essere più orientati alla banca, con un maggior numero di imprese controllate dalla famiglia e un livello più basso di protezione per azionisti e creditori. In paesi come l'Italia, l'attivismo degli azionisti potrebbe essere inefficace perché molte imprese hanno il controllo della proprietà concentrato in un numero ristretto di azionisti, che possono ridurre i costi di agenzia monitorando la gestione e possono attuare tattiche per espropriare gli azionisti di minoranza utilizzando l'importo del debito, la politica dei dividendi e il livello di detenzione di liquidità.

---

<sup>99</sup> Deesomsak, Rataporn & Paudyal, Krishna & Pescetto, Gioia. (2004). The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region. *Journal of Multinational Financial Management*. 14. 387-405.

Il mercato azionario italiano è caratterizzato da aziende con un'elevata concentrazione di proprietà e, di conseguenza, una probabilità maggiore di comportamento opportunistica da parte degli azionisti di maggioranza. Le aziende italiane sono probabilmente soggette a costi di agenzia più elevati rispetto ai paesi di *common law* che offrono una migliore protezione degli azionisti di minoranza e dei creditori. Inoltre, l'Italia presenta una bassa protezione dei diritti dei creditori anche rispetto ai paesi di *civil law* come la Francia e la Spagna, con un punteggio di 2 su 12, mentre tali paesi registrano punteggi più elevati, rispettivamente 5 e 4<sup>100</sup>.

Dalocchio, Tzivelis e Vinzia<sup>101</sup> nel loro articolo indagano sulle determinanti della struttura finanziaria attraverso un sondaggio condotto su 76 CFO di aziende italiane non finanziarie quotate, rivelando che il principale driver è la ricerca di flessibilità finanziaria. Il livello di debito è mantenuto basso al fine di avere risorse finanziarie potenziali che possono essere utilizzate per finanziare nuovi progetti emergenti. Un aspetto importante nelle decisioni sull'indebitamento secondo l'indagine condotta è che il debito offre la possibilità di non alterare le strutture di proprietà. Il 47% del campione ha considerato questo fattore importante, e questa percentuale sale all'80% quando il controllo "de facto" è nelle mani di un imprenditore o di una famiglia, mentre scende al 17% nelle società pubbliche. La questione della struttura della proprietà è anche un fattore molto significativo nelle decisioni sull'equity e, infatti, il 71% del campione teme l'effetto in termini di cambiamenti alla struttura di controllo esistente. L'effetto diluitivo possibile di un aumento di capitale sugli azionisti di controllo, quando essi non dispongono delle risorse necessarie o non desiderano investire, ha ricevuto un livello di importanza significativa. Il trade-off macro tra la minimizzazione del costo del capitale e la necessità di garantire adeguata flessibilità finanziaria guadagna una considerazione importante in paesi come l'Italia, cioè l'attenzione a non permettere che le decisioni finanziarie modifichino lo "status quo" della struttura di proprietà. Questa è la causa principale della maggiore dipendenza delle aziende domestiche, specialmente quelle di piccole e medie dimensioni, dal sistema bancario (spesso un compromesso tra la necessità di nuove risorse finanziarie e il mantenimento delle strutture

---

<sup>100</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999), "Corporate ownership around the world", *The Journal of Finance*, Vol. 54 No. 2, pp. 471-517 and World Bank Group (2015), "Protecting minority investors".

<sup>101</sup> Maurizio Dalocchio, Dimitrios Tzivelis, Mario Antonio Vinzia, (2010), *Capital structure: the italian financial market perspective*. CHINESE BUSINESS REVIEW.

di controllo) e di una certa "asfissia finanziaria" rispetto ai concorrenti internazionali, data l'importanza di tale vincolo.

Riprendendo la teoria del principale-agente, il coinvolgimento personale nella proprietà scoraggia i manager dall'agire contro gli interessi della proprietà attraverso l'allocazione scorretta delle risorse<sup>102</sup>. Di conseguenza, Daily e Dollinger<sup>103</sup> sostengono che le imprese familiari hanno costi di controllo relativamente più bassi, ma Schulze et al.<sup>104</sup> osservano che diversi tipi di costi di agenzia gravano sulle imprese familiari, legati al comportamento altruistico del proprietario-manager verso i membri della famiglia impiegati, all'insediamento della gestione e all'appropriazione degli azionisti.

Una parte importante della ricerca ha studiato le scelte della struttura del capitale delle imprese familiari testando le principali teorie sulle decisioni di struttura del capitale delle imprese, la Pecking order theory (POT) e la teoria del trade-off (TOT). Le prove empiriche internazionali forniscono risultati misti, ma il POT sembra meglio adattarsi al comportamento delle imprese, sia familiari che non familiari. Mishra e McConaughy<sup>105</sup> evidenziano che le imprese familiari negli Stati Uniti presentano un livello significativamente più basso di debito. Inoltre, mostrano che ciò è correlato alle peculiarità della famiglia fondatrice piuttosto che al livello di proprietà manageriale. Anderson e Reeb<sup>106</sup> osservano che le imprese familiari negli Stati Uniti hanno un livello più alto di debito rispetto ai loro omologhi non familiari. In Europa, Ampenberger et al.<sup>107</sup>, studiando un dataset di aziende tedesche quotate, e Margaritis e Psillaki<sup>108</sup>, concentrandosi sulle imprese francesi del settore manifatturiero, trovano il risultato opposto. Hagelin et al.<sup>109</sup> trovano che, in

---

<sup>102</sup> Schulze, W.S., Lubatkin, M.H. and Dino, R.N. (2002), Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. *Manage. Decis. Econ.*, 23: 247-259.

<sup>103</sup> Daily, C. M., & Dollinger, M. J. (1992). An Empirical Examination of Ownership Structure in Family and Professionally Managed Firms. *Family Business Review*, 5(2), 117-136

<sup>104</sup> Schulze, William & Lubatkin, Michael & Dino, Richard & Buchholtz, Ann. (2001). Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science*. 12. 99-116. 10.1287/orsc.12.2.99.10114.

<sup>105</sup> Mishra, C.S. and McConaughy, D.L. (1999), "Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt", *Entrepreneurship Theory & Practice*, Vol. 23 No. 4, pp. 53-64

<sup>106</sup> Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003), "Founding-family ownership, corporate diversification and firm leverage", *Journal of Law & Economics*, Vol. 46 No. 2, pp. 653-680

<sup>107</sup> Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.K. and Kaserer, C. (2013), "Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy", *Review of Managerial Sciences*, Vol. 7 No. 3, pp. 247-275.

<sup>108</sup> Margaritis, D. and Psillaki, M. (2010), "Capital structure, equity ownership and firm performance", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, pp. 621-632

<sup>109</sup> Hagelin, N., Holme'n, M. and Pramborg, B. (2006), "Family ownership, dual-class shares, and risk management", *Global Finance Journal*, Vol. 16, pp. 283-301

media, le imprese controllate dalle famiglie svedesi non si affidano a meno debito rispetto alle imprese non familiari. Croci et al.<sup>110</sup>, per un dataset europeo, giungono a una conclusione diversa, trovando che le imprese familiari preferiscono il finanziamento tramite debito e mostrano una forte avversione al finanziamento tramite capitale proprio, coerente con l'ipotesi del valore del controllo. Questo argomento è supportato anche dagli studi condotti da Brav<sup>111</sup>, che mostra che le aziende private nel Regno Unito, a differenza di quelle pubbliche, si affidano quasi esclusivamente al finanziamento tramite debito e conclude che le motivazioni di controllo influenzano la scelta del finanziamento esterno. Inoltre, le famiglie fondatrici considerano l'azienda come un patrimonio che verrà tramandato alle generazioni future e questa consapevolezza potenzia la motivazione al controllo. I tassi di debito elevati delle imprese familiari sono anche correlati al loro costo del debito (inferiore rispetto alle imprese non familiari) e al costo del capitale proprio (superiore rispetto alle imprese non familiari). Inoltre, l'orientamento a lungo termine facilita le connessioni e le relazioni tra le imprese familiari e gli stakeholder, tra cui i finanziatori esterni. Anderson et al.<sup>112</sup> trovano che il possesso familiare riduce il costo del finanziamento tramite debito a causa di conflitti di agenzia inferiori tra titolari di capitale proprio e debito. Ciò significa che i detentori di obbligazioni percepiscono il possesso familiare come una struttura aziendale che protegge bene i loro interessi. In linea con questi risultati, Croci et al. mostrano che le imprese familiari hanno una preferenza per gli investimenti a basso rischio e che i mercati del credito forniscono più debito a lungo termine alle imprese familiari, indicando che i mercati considerano le loro decisioni di investimento meno rischiose e che l'attrattiva del finanziamento tramite debito nelle imprese familiari è correlata ai costi di selezione avversa del capitale proprio. Questo è causato dalle asimmetrie informative relative ai problemi di agenzia, che potrebbero svilupparsi verticalmente tra proprietari e manager, così come orizzontalmente tra proprietari e azionisti delle imprese familiari.

Poiché i blocchi familiari tendono ad avere una bassa diversificazione<sup>113</sup>, le imprese familiari devono gestire il trade-off tra l'aumento della leva per mantenere il controllo e la riduzione

---

<sup>110</sup> Croci, E., Doukas, J. and Gonenc, H. (2011), "Family control and financing decisions", *European Financial Management*, Vol. 17 No. 5, pp. 860-897.

<sup>111</sup> Brav, O. (2009), "Access to capital, capital structure, and the funding of the firm", *Journal of Finance*, Vol. 64 No. 1, pp. 263-308.

<sup>112</sup> Anderson, R.C., Mansi, A.M. and Reeb, D.M. (2003), "Founding family ownership and the agency cost of debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68 No. 2, pp. 263-285.

<sup>113</sup> Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003), "Founding-family ownership, corporate diversification and firm leverage", *Journal of Law & Economics*, Vol. 46 No. 2, pp. 653-680.

della leva al fine di minimizzare il rischio dell'azienda. Boubakari e Feudjo<sup>114</sup> hanno dimostrato che le imprese familiari evitano finanziamenti esterni per mantenere il controllo esclusivo e trasmettere l'azienda alle future generazioni.

Molly et al.<sup>115</sup>, per un campione di piccole e medie imprese, evidenziano l'effetto della successione sulla leva finanziaria e mostrano che un passaggio dalla prima alla seconda generazione influenza negativamente il rapporto debito dell'azienda, mentre nelle successioni tra generazioni successive questo effetto si inverte. Inoltre, indagano l'effetto intergenerazionale sulla crescita e sulla struttura aziendale, trovando che le imprese di prossima generazione crescono più lentamente perché preferiscono rinunciare a parte della loro crescita piuttosto che rischiare la perdita del controllo familiare a causa dell'uso aumentato del debito.

Date le evidenze precedenti, si ipotizza che la presenza di grandi detentori di blocchi possa aumentare l'avversione al rischio, specialmente in paesi come l'Italia<sup>116</sup>, dove la maggior parte del patrimonio del fondatore è investita nell'impresa familiare. Questa circostanza potrebbe alimentare il fenomeno della conservazione del patrimonio, la cosiddetta "distruzione creativa", che farebbe sì che il proprietario eviti di investire in progetti rischiosi, come la ricerca e lo sviluppo, o potrebbe addirittura influenzare il proprietario a fare investimenti sub-ottimali per preservare il patrimonio accumulato<sup>117</sup>. In tali circostanze, l'effetto di trinceramento potrebbe prevalere sull'allineamento degli interessi tra maggioranza e minoranza. D'altra parte, è anche vero che i grandi azionisti cercano di mantenere o aumentare il controllo dell'azienda e possono aumentare i volumi di debito invece del capitale a pieno rischio. Il loro comportamento potrebbe quindi essere orientato più verso una politica di aumento del debito, anche a rischio di difficoltà finanziarie, piuttosto che perdere il controllo dell'azienda. Secondo Rossi e Cebula<sup>118</sup>, nel contesto

---

<sup>114</sup> Ake, Boubakari and Feudjo, Jules, *Corporate Governance for the Best Financing Choices: An Empirical Studies from Family Firms in Northern Cameroon* (May 28, 2010). *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 2, No. 2.

<sup>115</sup> Molly, V., Laveren, E. and Deloof, M. (2010), "Family business succession and its impact on financial structure and performance", *Family Business Review*, Vol. 23, pp. 131-147.

<sup>116</sup> Rossi, F. (2016), "Corporate governance, risk-taking, and firm performance: evidence from Italy", *Rivista Bancaria – Minerva Bancaria*, Forthcoming.

<sup>117</sup> Morck, R., Strangeland, D.A. and Yeung, B. (2000), "Inherited wealth, corporate control and economic growth: the Canadian disease?", in Morck, R.K. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago, IL, pp. 319-372.

<sup>118</sup> Rossi, F., & Cebula, R. J. (2016). Debt and ownership structure: Evidence from Italy. *Corporate Governance*, 16(5), 883–905.

italiano, potrebbe essere naturale incontrare due effetti apparentemente opposti. Da un lato, infatti, le aziende in cui il controllo è saldamente nelle mani del fondatore o dei suoi eredi potrebbero perseguire un comportamento più avverso al rischio e evitare il default anziché indebitarsi, aumentando così la probabilità di difficoltà finanziarie e la perdita di reputazione sul mercato. Dall'altro lato, potrebbero perseguire una politica di debito utilizzando il leverage finanziario e gli scudi fiscali per i loro progetti di investimento, anziché optare per l'apporto di capitale di rischio, che ridurrebbe il loro controllo sulla società. Le aziende italiane hanno tipicamente fatto uso del debito per beneficiare degli scudi fiscali e, allo stesso tempo, hanno mostrato una chiusura verso l'esterno per evitare interferenze da parte di terzi al di fuori del gruppo familiare.

Gomez-Mejia et al.<sup>119</sup> hanno sviluppato un modello generale di "ricchezza socio-emotiva" per spiegare le peculiarità delle imprese familiari. Questa teoria si concentra sul concetto che le decisioni delle imprese dipendano dalla prospettiva dei principali dominanti dell'azienda, che sono preoccupati per la conservazione dell'*endowment* costruito nell'azienda. Fondamentale per i principali delle imprese familiari è la conservazione dell'*endowment* socio-emotivo, che si riferisce a "il patrimonio di valore legato all'affetto che una famiglia trae dalla sua posizione di controllo in una particolare impresa".

Secondo questa logica, ci si aspetta che le imprese familiari siano inclini ad aumentare il leverage al fine di mantenere il controllo e l'influenza familiare, poiché è una dimensione fondamentale dell'*endowment* socio-emotivo. La ricchezza socio-emotiva ha la priorità sull'avversione al rischio<sup>120</sup>. Su queste basi Gottardo e Maisello<sup>121</sup> ipotizzano che le imprese familiari siano più *leveraged* delle imprese non familiari e prevedono che questa caratteristica sia particolarmente rilevante nel caso di imprese medio-grandi, che hanno già affrontato il problema di come finanziare la crescita e gestire il trade-off tra capitale proprio e debito.

---

<sup>119</sup> Gomez-Mejia, Luis & Haynes, Katalin & Núñez-Nickel, M. & Jacobson, K.J.L. & Moyano-Fuentes, José. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*. 52. 106-137.

<sup>120</sup> Berrone, P., Cruz, C. and Gomez-Mejia, L.R. (2012), "Socioemotional wealth in family firms: theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research", *Family Business Review*, Vol. 25, pp. 258-279.

<sup>121</sup> Gottardo, Pietro & Maisello, Anna. (2014). The capital structure choices of family firms Evidence from Italian medium-large unlisted firms. *Managerial Finance*. 40.

I risultati empirici di Gomez-Mejia et al. mostrano che un ruolo più forte della famiglia rende più probabile che l'azienda cerchi di proteggere la sua ricchezza socio-emotiva. Le famiglie possono esercitare attivamente il controllo sulle decisioni strategiche dell'azienda nominando un membro della famiglia come CEO e/o presidente del Consiglio di amministrazione. L'identificazione familiare, l'influenza e l'investimento personale nell'azienda aumentano, quindi ci si può aspettare che le aziende con membri della famiglia coinvolti nella gestione attiva siano più *leveraged* delle imprese familiari gestite professionalmente.

### **3.3 L'ANALISI EMPIRICA DI ROSSI E CEBULA**

L'obiettivo di questo paragrafo è di indagare empiricamente se la struttura finanziaria in Italia è influenzata dall'assetto proprietario e di identificare i principali fattori di correlazione, basandosi sulle teorie e sulle evidenze empiriche precedentemente citate. L'analisi di regressione condotta da Rossi e Cebula<sup>122</sup> sarà presa come riferimento per confermare l'esistenza di una correlazione, suggerendo che una maggiore concentrazione dell'assetto proprietario sia associata a livelli di debito più elevati.

Lo scopo dello studio condotto da Rossi e Cebula è quello di esaminare la relazione tra il debito e la struttura di proprietà di un campione di aziende quotate italiane al fine di valutare il ruolo svolto nel controllo e monitoraggio dei costi di agenzia.

#### **3.3.1 Il Modello**

Questa indagine empirica si basa su un set di dati panel delle aziende quotate italiane osservate nel periodo dal 2005 al 2013. Più precisamente, 41 aziende (prevalentemente manifatturiere) rappresentano più del 50% della capitalizzazione di mercato totale nel mercato azionario italiano alla fine del 2013, portando ad un numero di osservazioni di aziende-anno pari a 369.

---

<sup>122</sup> Rossi, F., & Cebula, R. J. (2016). Debt and ownership structure: Evidence from Italy. *Corporate Governance*, 16(5), 883–905.

Lo studio esplora la relazione tra debito e struttura di proprietà utilizzando due approcci metodologici: un modello ad effetti casuali (RE), e un modello a momenti generalizzati (GMM).

Il modello ad effetti casuali (RE) è scelto dagli autori per catturare la costanza temporale di alcune variabili specifiche o le loro piccole variazioni durante il periodo di osservazione. Si presume che l'effetto specifico dell'individuo sia una variabile casuale non correlata con le variabili esplicative e che i predittori non siano completamente collineari. Tuttavia, per mitigare eventuali problemi di endogeneità dovuti alla causalità inversa, viene anche utilizzato un modello econometrico a dati panel dinamici alternativo, noto come metodo GMM a due passaggi.

Il GMM a due passaggi è preferito in presenza di gravi problemi di endogeneità, poiché cattura le componenti dell'endogeneità attribuibili all'eterogeneità non osservabile e alla simultaneità delle variabili. Utilizzando un insieme di variabili ritardate come strumenti per le variabili esplicative, questo metodo risolve i problemi di endogeneità nell'analisi della struttura di proprietà delle aziende.

Gli autori propongono il seguente modello:

$$y_{i,t} = \mu_{i,t} + \alpha_1 OWN\_STRUCTURE_{i,t} + \alpha_2 CONTROL\_VARIABLES_{i,t} + v_{i,t}$$

Dove  $y_{i,t}$  è la variabile dipendente misurata come total debt su total asset (LEVERAGE) o come rapporto debito-equity (GEARING);  $\mu_{i,t}$  è la costante;  $\alpha_1$  e  $\alpha_2$  sono i coefficienti;  $v_{i,t}$  è suddiviso in due termini:  $e_{i,t}$  è il termine di errore stocastico e  $u_{i,t}$  che cattura le differenze individuali casuali.

La struttura proprietaria (OWN\_STRUCTURE) è misurata utilizzando diversi indicatori. Il primo è la somma della percentuale di azioni detenute dai tre maggiori azionisti (OC3). In alternativa, la struttura di proprietà, come riflessa dalla percentuale detenuta dal maggiore azionista (1SH), dal secondo maggiore azionista (2SH) e dal terzo maggiore azionista (3SH). Il secondo indicatore della struttura di proprietà, (DUMMY\_50), è una variabile binaria (dummy); questa variabile assume valore pari ad 1 se almeno un azionista detiene più del 50 per cento delle azioni e un valore 0 altrimenti. Il terzo indicatore della struttura di proprietà, (INST\_INVESTORS), è anch'esso una variabile binaria; assume il valore 1 se almeno un azionista è un investitore istituzionale e valore 0 altrimenti. Il quarto indicatore, (B\_OWN),

misura la percentuale di azioni possedute dai membri del Consiglio di amministrazione. Il quinto indicatore è misurato dall'indice di Herfindahl<sup>123</sup>, (H\_INDEX). Il sesto indicatore è una variabile dummy che assume il valore 1 se almeno un membro del Consiglio di amministrazione possiede azioni e 0 altrimenti (D\_BOWN).

Poiché lo studio include sia il periodo pre-crisi (2005-2008) che il periodo durante la crisi (2009-2013), gli autori utilizzano una variabile dicotomica CRISI, che assume il valore 1 per il periodo di crisi e 0 altrimenti, per misurare eventuali differenze tra i due periodi.

### 3.3.2 Le variabili di controllo

In questo paragrafo sono riportate le variabili di controllo, con relativa descrizione, adottate nel modello di Rossi e Cebula. La Tabella 13 illustra la definizione, la misurazione, la fonte e la letteratura di riferimento delle variabili considerate.

ROA: La relazione tra la struttura del capitale e il ROA è teoricamente ed empiricamente controversa. Modigliani e Miller<sup>124</sup> hanno evidenziato che un'azienda potrebbe optare per il debito al fine di beneficiare degli scudi fiscali. Inoltre, esiste un'associazione positiva tra redditività e l'esistenza di problemi di liquidità e in queste circostanze il debito può garantire che i manager non perseguano obiettivi individuali<sup>125</sup>.

Secondo la pecking order theory, un'azienda più redditizia è più propensa a sostituire il debito con fondi interni. Pertanto, mantenendo fisso il livello degli investimenti, ci si aspetta una relazione negativa tra i livelli di debito e il ROA. Tuttavia, quando c'è informazione asimmetrica sulla qualità di un'azienda, le aziende più redditizie possono utilizzare un'emissione di debito più elevata per segnalare la loro qualità al mercato. D'altra parte, le aziende redditizie preferiscono non raccogliere equity esterno al fine di evitare una possibile diluizione della proprietà. L'ipotesi del trade-off, a sua volta, stabilisce una relazione positiva

---

<sup>123</sup> L'indice di Herfindahl è un indicatore della concentrazione del potere economico. È pari alla somma del quadrato delle quote di mercato di tutte le n imprese operanti in un settore industriale o mercato.

<sup>124</sup> Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.

<sup>125</sup> Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.

perché le aziende più redditizie hanno una minore probabilità di fallimento<sup>126</sup>. Inoltre, le aziende più redditizie preferiscono il debito al fine di beneficiare dello scudo fiscale<sup>127</sup>. Infine, Rajan e Zingales<sup>128</sup> sostengono che i creditori preferiscono concedere prestiti a imprese con flussi di cassa correnti elevati.

Seguendo Titman e Wessels<sup>129</sup>, il modello empirico include il Return on Asset (ROA) definito come OPERATING PROFIT/TOTAL ASSET, dove l'operating profit indica l'utile ante interessi e imposte (EBIT).

**Firm Size:** In diversi studi precedenti, è stato riscontrato che le dimensioni di un'azienda sono un determinante importante dell'indebitamento. Le aziende più grandi sono più propense a utilizzare il debito rispetto a quelle più piccole, secondo la teoria del trade-off. Questo è dovuto al fatto che maggiore è l'azienda, minori sono i costi finanziari di difficoltà e rischio di fallimento, e il debito risulta essere un'opzione meno costosa per le aziende di maggiori dimensioni. Le aziende più grandi possono essere più diversificate, riducendo così la probabilità di rischio di fallimento e risultare più trasparenti per gli investitori esterni, beneficiando quindi di spread creditizi più bassi. Diamond<sup>130</sup> sostiene inoltre che le grandi aziende abbiano una migliore reputazione nei mercati del debito e, di conseguenza, possano assumere più debito. Rajan e Zingales<sup>131</sup> suggeriscono che questa relazione potrebbe anche essere negativa. Affermano che le aziende più grandi, in generale, sono più trasparenti rispetto alle aziende più piccole, favorendo il finanziamento azionario perché il costo del finanziamento azionario dovuto alle informazioni asimmetriche è minore per loro.

In questo articolo, gli autori utilizzano il logaritmo degli asset come proxy per le dimensioni (FIRM SIZE = Ln (TOTAL ASSET)).

---

<sup>126</sup> Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33.

<sup>127</sup> Frank, Murray and Goyal, Vidhan, (2003), Testing the pecking order theory of capital structure, *Journal of Financial Economics*, 67, issue 2, p. 217-248.

<sup>128</sup> Rajan, R. and Zingales, L. (1995) What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.

<sup>129</sup> Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.

<sup>130</sup> Diamond, J. (1989) Government Expenditure and Economic Growth: An Empirical Investigation. IMF Working Paper, WP-89-45.

<sup>131</sup> Rajan, R. and Zingales, L. (1995) What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.

Firm Age: Le aziende che esistono solo da poco tempo potrebbero non avere un lungo record di successi per dimostrare la loro affidabilità ai creditori. Prima di concedere un prestito, le banche tendono a valutare l'affidabilità creditizia degli imprenditori. Secondo Diamond, la reputazione dell'azienda può anche essere utilizzata, evitando così problemi associati alla valutazione della affidabilità creditizia. Più è vecchia l'azienda, più è facile e conveniente ottenere debiti, poiché hanno stretti legami con i loro creditori. Ciò porta a una relazione positiva tra l'età e l'indebitamento dell'azienda. La teoria del ciclo di crescita finanziaria di Berger e Udell<sup>132</sup> suggerisce che le aziende più vecchie in una fase matura hanno flussi di cassa stabili e raccolgono debiti con maggiore facilità. Per quanto riguarda i costi dell'agenzia, le organizzazioni più anziane tendono ad avere meno debiti, poiché i loro decisori preferiscono evitare il rischio essendo più fissati nei loro modi, o possono essere più preoccupati per la loro reputazione e carriera. Petersen e Rajan<sup>133</sup> hanno scoperto che le aziende più anziane dovrebbero avere rapporti di debito più elevati poiché dovrebbero essere aziende di migliore qualità.

La variabile FIRM AGE è misurata come Ln (YEARS), dove YEARS è il numero di anni trascorsi dall'inizio dell'attività dell'azienda.

Industry: Le aziende ad alta intensità di capitale, come quelle nei settori della costruzione, della manifattura e dei trasporti, potrebbero essere più propense a candidarsi per prestiti bancari. Al contrario, le aziende di servizi sono meno inclini a utilizzare capitale esterno perché spesso mancano di beni tangibili che possono essere utilizzati come garanzia. Secondo Bradley et al.<sup>134</sup>, la classificazione per settore contava per il 25% della variazione dell'indebitamento delle aziende.

Nel modello, il settore industriale (INDUSTRY) viene utilizzato come indicatore di diversificazione escludendo tutte le aziende appartenenti al settore finanziario (codice SIC 6000-6999).

---

<sup>132</sup> Berger, A.N. and Udell, G.F. (1998) 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, 613-673.

<sup>133</sup> Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *The Journal of Finance*, 49(1), 3-37.

<sup>134</sup> Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The Journal of Finance*, 39(3), 857-878

Growth: Le evidenze empiriche negli Stati Uniti mostrano che le aziende con un alto Q di Tobin tendono ad avere un basso livello di leva finanziaria. Rajan e Zingales<sup>135</sup> riportano una relazione negativa tra leva finanziaria e il rapporto valore di mercato su valore contabile per un campione di grandi aziende negli Stati Uniti, in Germania, in Francia, nel Regno Unito e in Canada. Il Q di Tobin è spesso interpretato come una proxy delle opportunità di crescita di un'azienda. Diversi autori trovano una relazione negativa tra leva finanziaria e altre proxy delle opportunità di crescita, come il capitale umano dei dipendenti, l'immagine del marchio dei suoi prodotti o altri asset immateriali che non possono essere accettati come garanzia da parte di prudenti creditori. Questa relazione negativa è coerente con l'analisi di Myers<sup>136</sup> del debito eccessivo come un vincolo sulla volontà di un'azienda di intraprendere progetti NPV positivi finanziati dagli azionisti perché ciò avrebbe beneficiato i possessori di obbligazioni. Le aziende ad alto tasso di crescita potrebbero presentare un livello di leva finanziaria inferiore perché affrontano costi più elevati di distress finanziario<sup>137</sup>.

Nel modello, dunque, gli autori considerano il Q di Tobin, calcolato come  $(\text{Asset Book Value} - \text{Equity Book Value} + \text{Equity Market Value}) / \text{Asset Book Value}$  come una misura delle opportunità di crescita.

Intangibility: Balakrishnan e Fox<sup>138</sup> sostengono che la specificità degli asset crea problemi per il finanziamento attraverso il debito a causa delle caratteristiche di non-riutilizzabilità degli asset specifici. La specificità degli asset influisce negativamente sulla capacità di un'azienda di prendere in prestito. Balakrishnan e Fox suggeriscono che esempi di asset specifici dell'azienda sono asset intangibili come i nomi dei marchi, le spese per la ricerca e lo sviluppo e altri investimenti reputazionali.

Per tenere in considerazione questo fattore, sono utilizzati gli R&D in forma logaritmica. La variabile R&D potrebbe anche catturare le opportunità di investimento discrezionali di

---

<sup>135</sup> Rajan, R. and Zingales, L. (1995) What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.

<sup>136</sup> Myers, S. (1977) The Determinants of Corporate Borrowings. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.

<sup>137</sup> Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465

<sup>138</sup> Balakrishnan, S., & Fox, I. (1993). Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure. *Strategic Management Journal*, 14(1), 3-16

un'azienda. Myers (1977) sostiene che i costi di agenzia associati agli asset intangibili siano più alti rispetto a quelli associati agli asset tangibili.

Tabella 13: Definizioni Variabili (Fonte: *Debt and ownership structure: Evidence from Italy. Corporate Governance* Rossi, F., & Cebula, R. J. (2016))

Variables	Measurement	Source	Previous studies
LEVERAGE	Total debt scaled by total assets	Bloomberg, Datastream and manual collection from <i>Calepino dell'azionista</i>	Rajan and Zingales (1995), Crutchley <i>et al.</i> (1999), King and Santor (2008), Marchica (2008), Ellul (2010), Faccio <i>et al.</i> (2010), Croci <i>et al.</i> (2011), López-Iturriaga and Rodríguez-Sanz (2012)
GEARING	Total debt scaled by total equity	Bloomberg, Datastream and manual collection from <i>Calepino dell'azionista</i>	López-Iturriaga and Rodríguez-Sanz (2012), Hernández-Cánovas <i>et al.</i> (2014), Santos <i>et al.</i> (2014)
1SH	Largest shareholder	Hand collection from Consob, Corporate Governance Reports, and <i>Calepino dell'azionista</i>	López-Iturriaga and Rodríguez-Sanz (2012), Hernández-Cánovas <i>et al.</i> (2014), Santos <i>et al.</i> (2014)
2SH	Second largest shareholder	Hand collection from Consob, Corporate Governance Reports, and <i>Calepino dell'azionista</i>	Croci <i>et al.</i> (2011), Paligorova and Xu (2012), Santos <i>et al.</i> (2014)
3SH	Third largest shareholder	Hand collection from Consob, Corporate Governance Reports, and <i>Calepino dell'azionista</i>	Santos <i>et al.</i> (2014)
OC3	Top three largest shareholders	Hand collection from Consob, Corporate Governance Reports, and <i>Calepino dell'azionista</i>	Santos <i>et al.</i> (2014)
Herfindahl index (H) <sup>a</sup>	$H = \sum_{i=1}^3 p_i^2$	Our calculation	Marchica (2008), López-Iturriaga and Rodríguez-Sanz (2012), Hernández-Cánovas <i>et al.</i> (2014), Michaely <i>et al.</i> (2015)
B_OW_N	% of shares owned by Board of Directors	Manual collection from Corporate Governance Reports	Crutchley and Hansen (1989), Crutchley <i>et al.</i> (1999), Marchica (2008), Pindado and de la Torre (2011), López-Iturriaga and Rodríguez-Sanz (2012), Michaely <i>et al.</i> (2015)
D_BOW_N	Dummy = 1 if board held % shares; 0 otherwise	Authors' calculation	
DUMMY_50	Dummy = 1 if majority shareholder held more than 50 per cent; 0 otherwise	Authors' calculation	de Miguel <i>et al.</i> (2005), Pindado and de la Torre (2011), Santos <i>et al.</i> (2014)
INST_INVESTORS (D_INST)	Dummy = 1 if present; 0 otherwise	Manual collection from Corporate Governance Reports and Consob	Crutchley <i>et al.</i> (1999), Michaely <i>et al.</i> (2015)
INDUSTRY	Four-digit SIC (Standard Industrial Classification) codes	Italian National Institute of Statistics	Faccio <i>et al.</i> (2010), Boubaker <i>et al.</i> (2014)
TOBIN'S Q	[(Book value of total assets-book value of shareholder's equity + market value of shareholder's equity)/book value total assets]	Bloomberg and hand collection from <i>Calepino dell'azionista</i> and <i>Indici e Dati Mediobanca</i>	King and Santor (2008), Faccio <i>et al.</i> (2010), Ellul (2010), Pindado and de la Torre (2011), Hernández-Cánovas <i>et al.</i> (2014), Boubaker <i>et al.</i> (2014)
ROA	Operating profit/total assets	Bloomberg, Datastream and manual collection from <i>Calepino dell'azionista</i>	Rajan and Zingales (1995), Crutchley <i>et al.</i> (1999), Fama and French (2002), King and Santor (2008), Ellul (2010), Croci <i>et al.</i> (2011), López-Iturriaga and Rodríguez-Sanz (2012), Hernández-Cánovas <i>et al.</i> (2014), Boubaker <i>et al.</i> (2014), Venanzi <i>et al.</i> (2014), Santos <i>et al.</i> (2014)
FIRM SIZE	Log total assets	Bloomberg, Datastream and manual collection from <i>Calepino dell'azionista</i>	Harris and Raviv (1991), Rajan and Zingales (1995), de Jong <i>et al.</i> (2008), Ellul (2010), López-Iturriaga and Rodríguez-Sanz (2012), Hernández-Cánovas <i>et al.</i> (2014), Boubaker <i>et al.</i> (2014), Santos <i>et al.</i> (2014), Michaely <i>et al.</i> (2015)
FIRM AGE	Log years by firm establishment	Firms' websites	King and Santor (2008), La Rocca <i>et al.</i> (2011), Croci <i>et al.</i> (2011), Hernández-Cánovas <i>et al.</i> (2014), Santos <i>et al.</i> (2014)
R&D	Log of research and development	Scoreboard of the Top EU companies	Crutchley and Hansen (1989), Jensen <i>et al.</i> (1992), Agrawal and Knoeber (1996), Crutchley <i>et al.</i> (1999), De La Bruslerie and Latrous (2012)

Notes: <sup>a</sup>The Herfindal index has been calculated as the sum of the squares of the top three shareholders;  $P_i^2$  is the percentage of shares held by shareholder  $i$

### 3.3.3 I risultati della regressione

Le Tabelle 14 e 15 riportano i risultati dei due modelli, rispettivamente il modello RE e GMM.

La relazione tra LEVERAGE e OC3 è positiva e statisticamente significativa, così come le relazioni tra LEVERAGE e H-INDEX e tra LEVERAGE e DUMMY\_50. Al contrario, esiste una relazione negativa e statisticamente significativa tra LEVERAGE e BOWN e tra LEVERAGE e D\_INST. La presenza di investitori istituzionali sembra ridurre anche il volume del debito. Dai risultati, sembra che il debito e la concentrazione della proprietà assumano una funzione complementare, ma non sostitutiva, nel monitoraggio dei costi dell'agenzia. Invece, sia il possesso di quote da parte di almeno un membro del consiglio che gli investitori istituzionali assumono una funzione sostitutiva. Per quanto riguarda le variabili di controllo, si nota che la relazione tra LEVERAGE e R&D è negativa e statisticamente significativa nella maggior parte dei casi, mentre la relazione tra redditività

e LEVERAGE è sempre negativa e statisticamente significativa, simile alle opportunità di crescita misurate dalla Q di Tobin. La dimensione dell'azienda assume sempre valori positivi e statisticamente significativi, mentre la variabile FIRM AGE alterna il suo segno con una prevalenza di valori positivi e, in due modelli, i coefficienti sono statisticamente significativi.

Tuttavia, quando viene utilizzato il modello dinamico di dati panel GMM-system si osservano risultati più robusti per tutte le variabili. In particolare, sebbene i coefficienti della struttura della proprietà mantengano lo stesso segno e la stessa robustezza, le variabili di controllo, così come R&D, TOBIN'S Q e FIRM AGE, presentano risultati statisticamente più robusti.

Tabella 14(Fonte: *Debt and ownership structure: Evidence from Italy. Corporate Governance Rossi, F., & Cebula, R. J. (2016)*)

Table III Random effects using leverage as dependent variable						
Explanatory variables	1	2	3	4	5	6
Constant	0.064 (0.065)	0.137** (0.063)	0.095 (0.068)	0.127* (0.069)	0.152** (0.068)	0.158** (0.069)
OC3	0.378*** (0.044)					
H-INDEX		0.382*** (0.039)				
DUMMY50			0.120*** (0.021)			
BOWN				-0.002*** (0.000)		
D_BOWN					-0.111*** (0.024)	
D_INST						-0.065*** (0.021)
<i>Control variables</i>						
R&D	-0.018 (0.019)	-0.028 (0.018)	-0.049** (0.019)	-0.096*** (0.019)	-0.104*** (0.019)	-0.075*** (0.019)
ROA	-0.739*** (0.191)	-0.729*** (0.186)	-0.668*** (0.201)	-0.527** (0.204)	-0.568*** (0.202)	-0.560*** (0.205)
TOBIN'S Q	-0.036** (0.016)	-0.034** (0.016)	-0.034** (0.017)	-0.039** (0.017)	-0.033* (0.017)	-0.033* (0.018)
FIRM SIZE	0.083*** (0.009)	0.081*** (0.009)	0.098*** (0.009)	0.097*** (0.010)	0.095*** (0.068)	0.099*** (0.010)
FIRM AGE	-0.047* (0.027)	-0.039 (0.026)	0.012 (0.026)	0.065** (0.026)	0.070*** (0.026)	0.042 (0.026)
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES
E.R.	0.180	0.176	0.190	0.194	0.192	0.195
R <sup>2</sup>	0.402	0.430	0.337	0.305	0.321	0.299
Adjusted R <sup>2</sup>	0.390	0.419	0.325	0.292	0.308	0.286
F-value	34.73***	39.00***	26.30***	22.67***	24.43***	22.06***
VIF <sub>MAX</sub>	1.89	1.77	1.77	1.71	1.74	1.64
No. of observations	369	369	369	369	369	369

Notes: The \*, \*\* and \*\*\*notation indicates statistical significance levels of 10, 5 and 1%, respectively; VIF = variance inflation factor; standard errors are given in parentheses

Tabella 15(Fonte: Debt and ownership structure: Evidence from Italy. Corporate Governance Rossi, F., & Cebula, R. J. (2016))

Table IV Dynamic panel data including system-GMM model (two-step) with leverage as dependent variable						
Explanatory variables	1	2	3	4	5	6
Constant	0.036 (0.031)	0.083*** (0.030)	0.053* (0.032)	0.045 (0.032)	0.064* (0.034)	0.084*** (0.027)
LEVERAGE <sub>t-1</sub>	-0.010 (0.019)	0.010 (0.018)	-0.032 (0.020)	0.053** (0.022)	0.034* (0.020)	0.066*** (0.027)
OC3	0.360*** (0.025)					
H-INDEX		0.418*** (0.013)				
DUMMY50			0.127*** (0.008)			
BOWN				-0.002*** (0.000)		
D_BOWN					-0.096*** (0.008)	
D_INST						-0.062*** (0.010)
<i>Control variables</i>						
R&D	-0.034*** (0.008)	-0.043*** (0.008)	-0.058*** (0.010)	-0.101*** (0.010)	-0.106*** (0.012)	-0.077*** (0.011)
ROA	-0.833*** (0.155)	-0.904*** (0.137)	-0.744*** (0.121)	-0.717*** (0.129)	-0.679*** (0.125)	-0.825*** (0.165)
TOBIN'S Q	-0.033*** (0.006)	-0.030*** (0.007)	-0.029*** (0.006)	-0.024** (0.011)	-0.023** (0.010)	-0.021** (0.09)
FIRM SIZE	0.092*** (0.003)	0.103*** (0.003)	0.105*** (0.003)	0.104*** (0.005)	0.102*** (0.004)	0.105*** (0.004)
FIRM AGE	-0.043*** (0.012)	-0.046*** (0.015)	0.022 (0.016)	0.058*** (0.016)	0.067*** (0.014)	0.036** (0.015)
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES
E.R.	0.169	0.165	0.180	0.185	0.183	0.186
Sargan test	36.05	34.63	37.28	35.30	36.59	35.19
Wald test	2,603.47***	4,971.61***	4,130.23***	1,135.44***	2,496.74***	1,871.77***
AR (1)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
AR (2)	(0.14)	(0.29)	(0.15)	(0.29)	(0.70)	(0.70)
VIF <sub>MAX</sub>	1.89	1.77	1.77	1.71	1.74	1.64
No. of observations	328	328	328	328	328	328

Notes: The \*, \*\* and \*\*\*notation indicates statistical significance levels of 10, 5 and 1%, respectively; VIF = variance inflation factor; standard errors are given in parentheses; AR (1) and AR (2) are serial correlation tests using residuals in first and second differences, asymptotically distributed as  $N(0, 1)$  under the null hypothesis of no serial correlation, respectively; the Wald test indicates the joint significance of the reported coefficients; Sargan is a test of the over-identifying restrictions, asymptotically distributed as  $\chi^2$  under the null of no correlation between the instruments and the error term

La Tabella 16 fornisce i risultati ottenuti dopo l'adozione dei tre indicatori individuali di proprietà (1SH, 2SH, 3SH).

I coefficienti delle variabili del primo (1SH) e del secondo (2SH) azionista più grande mostrano un segno positivo, mentre la variabile del terzo azionista più grande (3SH) mostra un valore negativo e statisticamente significativo sia nel modello GMM che nel RE. Mentre il secondo azionista più grande ha un segno positivo in entrambi i modelli, ma è statisticamente significativo solo nel modello GMM, i coefficienti del primo e del terzo azionista più grande sono statisticamente significativi in entrambi i modelli. Questi risultati suggeriscono che a bassi livelli di concentrazione della proprietà, la relazione con LEVERAGE è negativa, mentre la relazione cambia segno a livelli elevati di concentrazione della proprietà. Il coefficiente del terzo azionista più grande ha un segno negativo. Ciò potrebbe indicare che quando il possesso delle azioni è basso, il debito assume un ruolo sostitutivo nel monitoraggio dei costi dell'agenzia. Dai dati, si può vedere come la relazione tra LEVERAGE e i tre indicatori della struttura della proprietà assuma un trend non lineare;

infatti, sembra assumere una forma a U rovesciata, e questo risultato è confermato in entrambi i modelli.

Tabella 16(Fonte: *Debt and ownership structure: Evidence from Italy. Corporate Governance Rossi, F., & Cebula, R. J. (2016)*)

Table V Random effects and dynamic panel data including system-GMM models (two-step) with leverage as dependent variable						
Explanatory variables	1	2	3	4	5	6
Constant	0.083 (0.065)	0.145** (0.070)	0.205*** (0.069)	0.059* (0.031)	0.067** (0.036)	0.120*** (0.031)
1SH	0.334*** (0.040)			0.343*** (0.016)		
2SH		0.228 (0.167)			0.368** (0.158)	
3SH			-1.445*** (0.288)			-1.774*** (0.223)
LEVERAGE <sub>t-1</sub>				-0.021 (0.019)	0.040** (0.020)	0.042** (0.019)
<i>Control variables</i>						
R&D	-0.037** (0.018)	-0.073*** (0.020)	-0.085*** (0.019)	-0.085*** (0.008)	-0.070*** (0.011)	-0.094*** (0.010)
ROA	-0.771*** (0.193)	-0.487** (0.207)	-0.656*** (0.203)	-0.880*** (0.152)	-0.672*** (0.154)	-0.868*** (0.121)
TOBIN'S Q	-0.036** (0.016)	-0.045** (0.018)	-0.040** (0.017)	-0.031*** (0.006)	-0.033*** (0.008)	-0.029*** (0.005)
FIRM SIZE	0.089*** (0.009)	0.096*** (0.010)	0.098*** (0.069)	0.104*** (0.003)	0.095*** (0.004)	0.111*** (0.004)
FIRM AGE	-0.027 (0.026)	0.041 (0.027)	0.040 (0.026)	-0.033** (0.015)	0.036** (0.014)	0.052*** (0.012)
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES
E.R.	0.181	0.197	0.191	0.172	0.186	
R <sup>2</sup>	0.393	0.285	0.328			
Adjusted R <sup>2</sup>	0.381	0.271	0.315			
F-value	33.48***	20.54***	25.17***			
AR (1)				(0.00)	(0.00)	(0.00)
AR (2)				(0.19)	(0.43)	(0.25)
Sargan test				35.43	36.19	36.43
Wald test				3,262.21***	2,344.74***	1,191.33***
VIF <sub>MAX</sub>	1.76	1.75	1.63	1.76	1.75	1.63
No. of observations	369	369	369	328	328	328

**Notes:** The \*, \*\* and \*\*\*notation indicates statistical significance levels of 10, 5 and 1%, respectively; VIF = variance inflation factor; standard errors are given in parentheses; columns 1, 2 and 3 show the estimation results using the random effects model; columns 4, 5 and 6 show the results of the GMM model; AR (1) and AR (2) are serial correlation tests using residuals in first and second differences, asymptotically distributed as  $N(0, 1)$  under the null of no serial correlation, respectively; the Wald test indicates the joint significance of the reported coefficients; Sargan is a test of the over-identifying restrictions, asymptotically distributed as  $\chi^2$  under the null of no correlation between the instruments and the error term

Includendo la variabile CRISIS, si osserva un effetto più mitigato durante il periodo di crisi. In altre parole, durante il periodo di crisi, la concentrazione della proprietà ha un impatto positivo sul livello di debito ma in modo più insignificante rispetto al periodo precedente, e ciò potrebbe derivare dal fatto che durante questo periodo, la stretta creditizia limitava di per sé l'uso del debito come fonte di finanziamento. Infatti, anche le variabili di controllo confermano sostanzialmente sia i loro segni che la robustezza statistica.

Quando GEARING viene utilizzato come variabile dipendente, si ottengono gli stessi segni e lo stesso trend rispetto ai tre indicatori di concentrazione della proprietà.

I risultati degli autori contrastano con quelli di La Rocca et al.<sup>139</sup> per l'Italia e appaiono almeno parzialmente diversi da quelli trovati da Hernández-Cánovas et al.<sup>140</sup> per la Spagna, i quali hanno riscontrato che la relazione tra leva finanziaria e azionista di controllo diventa positiva e statisticamente significativa quando il principale azionista è un individuo o un gruppo familiare, mentre quando il principale azionista è un'azienda la relazione è negativa.

Analogamente al lavoro di De La Bruslerie e Latrous<sup>141</sup> per la Francia, vi è anche una forma a U rovesciata. Tuttavia, a differenza di De La Bruslerie e Latrous, si osserva che a un basso livello di concentrazione della proprietà, il debito sembra assumere il ruolo disciplinare di monitoraggio dei costi dell'agenzia e la relazione diventa negativa, mentre quando il possesso delle azioni è più alto, la relazione con la leva finanziaria diventa positiva e gli azionisti più grandi assumono un ruolo complementare rispetto al debito. Nel presente studio, quindi, l'avversione al rischio è esclusa rispetto al debito da parte degli azionisti di controllo, e si ipotizza che la conservazione e/o l'incremento del controllo da parte dei grandi azionisti prevalga sull'avversione al rischio. Date le condizioni italiane, con una presenza elevata di gruppi piramidali e una bassa protezione dei creditori, i risultati degli autori potrebbero anche essere coerenti con lo studio di Faccio et al.<sup>142</sup>, che suggerisce che nei gruppi piramidali l'aumento del debito da parte delle società controllanti servirebbe come strumento per espropriare gli azionisti di minoranza, specialmente nei paesi con bassa protezione dei creditori.

Si osserva anche che sia il possesso di azioni da parte dei direttori che gli investitori istituzionali frenano il debito. Gli investitori istituzionali svolgono un ruolo di monitoraggio

---

<sup>139</sup> La Rocca, M., La Rocca, T. and Cariola, A. (2011), "Capital structure decisions during a firm's life cycle", *Small Business Economics*, Vol. 37 No. 1, pp. 107-130.

<sup>140</sup> Hernández-Cánovas, G., Mínguez-Vera, A. and Sánchez-Vidal, J. (2014), "Ownership structure and debt as corporate governance mechanisms: an empirical analysis for Spanish SMEs", *Journal of Business Economics and Management*, pp. 1-17

<sup>141</sup> De La Bruslerie, H. and Latrous, I. (2012), "Ownership structure and debt leverage: empirical test of a trade-off hypothesis on French firms", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 22 No. 4, pp. 111-130.

<sup>142</sup> Faccio, M., Lang, L.H. and Young, L. (2010), "Pyramiding vs leverage in corporate groups: international evidence", *Journal of International Business Studies*, Vol. 41, pp. 88-104.

al posto del debito; pertanto, questi risultati sembrano essere coerenti sia con il ragionamento di La Porta et al.<sup>143</sup> che con il lavoro di Crutchley et al.<sup>144</sup>

Per quanto riguarda le variabili di controllo, si può concludere che il ROA influisce negativamente sul debito, e questo risultato potrebbe sembrare in contrasto con la tesi di Jensen ma coerente con gli argomenti di Myers e Majluf e in particolare con il fatto che le aziende con una maggiore redditività tendono a utilizzare più risorse interne e meno debito per finanziare gli investimenti. In termini empirici, i risultati del ROA sono coerenti con gli studi di Rajan e Zingales<sup>145</sup>, Crutchley et al., La Rocca et al.<sup>146</sup>. Il coefficiente SIZE è sempre positivo e statisticamente significativo in tutti i modelli, il che potrebbe essere coerente con gli argomenti di Harris e Raviv<sup>147</sup>. Le imprese di maggiori dimensioni hanno una maggiore facilità di accesso al mercato del credito e possono ottenere finanziamenti a un costo inferiore.

Il segno sulla variabile TOBIN'S Q, invece, è sempre negativo e quasi sempre statisticamente significativo e sembra essere congruente sia con la teoria di Myers che con le evidenze empiriche di Boubaker et al.<sup>148</sup> che utilizzano Tobin's Q, e in linea con i risultati di Rajan e Zingales, sebbene sia utilizzato il rapporto market to book come proxy per le opportunità di crescita.

L'indicatore di intangibilità, misurato da R&D, è sempre negativo e quasi sempre statisticamente significativo. Il segno del coefficiente appare coerente con gli argomenti teorici in Jensen<sup>149</sup> e Harris e Raviv e con i risultati di diversi studi empirici.

Infine, per quanto riguarda la variabile FIRM AGE, si è riscontrato che il coefficiente alterna il suo segno in tutti i modelli utilizzati. Tuttavia, si osserva anche che nella maggior parte

---

<sup>143</sup> La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000), "Agency problems and dividend policies around the world", *The Journal of Finance*, Vol. 55 No. 1, pp. 1-33.

<sup>144</sup> Crutchley, C.E., Jensen, M.H., Jahera, J.S. Jr and Raymond, J.E. (1999), "Agency problems and the simultaneity of financial decisions making: the role of institutional ownership", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 8 No. 2, pp. 177-197.

<sup>145</sup> Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *The Journal of Finance*, Vol. 50 No. 5, pp. 1421-1460.

<sup>146</sup> La Rocca, M., La Rocca, T. and Cariola, A. (2011), "Capital structure decisions during a firm's life cycle", *Small Business Economics*, Vol. 37 No. 1, pp. 107-130.

<sup>147</sup> Harris, M. and Raviv, A. (1991), "The theory of capital structure", *The Journal of Finance*, Vol. 46 No. 1, pp. 297-355.

<sup>148</sup> Boubaker, S., Rouatbi, W. and Saffar, W. (2014), "The role of multiple large shareholders in the choice of debt source"

<sup>149</sup> Jensen M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76, pp. 323-339

dei casi (il 70 per cento), il segno è positivo e, in nove modelli, è anche statisticamente significativo. Questo risultato potrebbe essere coerente sia con gli argomenti di Berger e Udell<sup>150</sup>, secondo i quali le aziende più mature hanno maggior facilità nell'aumentare il debito, sia con le evidenze empiriche di La Rocca et al.<sup>151</sup> La Rocca et al. trovano una relazione non lineare tra leva finanziaria e età dell'azienda e concludono che le aziende più giovani, nelle fasi di avvio e crescita, utilizzano più debito per finanziare la propria attività, mentre nelle fasi di consolidamento e maturità, il debito, pur assumendo un ruolo centrale, tende ad essere utilizzato in modo meno estensivo.

---

<sup>150</sup> Berger, A.N. and Udell, G.F. (1998) 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, 613-673.

<sup>151</sup> La Rocca, M., La Rocca, T. and Cariola, A. (2011), "Capital structure decisions during a firm's life cycle", *Small Business Economics*, Vol. 37 No. 1, pp. 107-130.

## **CAPITOLO 4: ANALISI EMPIRICA**

Nel precedente capitolo è stata condotta un'analisi della correlazione tra la struttura proprietaria e la struttura finanziaria delle società quotate italiane, prendendo in considerazione sia le evidenze fornite da studi e ricerche empiriche pregresse sull'argomento, sia le specifiche evidenze rilevati nel contesto italiano. Questo esame ha incluso un'analisi dettagliata di un modello teorico che ha costituito una solida base per l'analisi successiva.

In questo contesto, il contributo che questa tesi mira a fornire è quello di indagare l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra la natura della proprietà e la sua quota, e il metodo di finanziamento utilizzato dalle società quotate italiane. Gli studiosi, ricercatori e accademici che hanno esplorato la suddetta relazione in passato non hanno raggiunto un consenso univoco, ma hanno evidenziato come questa connessione dipenda fortemente dal contesto in cui le imprese sono inserite. Questo lavoro mira a esplorare la complessa interazione tra la struttura del capitale e la composizione azionaria delle società quotate italiane.

### **4.1 I DATI E LE VARIABILI**

Il dataset iniziale, fornito dalla Professoressa Rondi, contava 2677 osservazioni relative a 177 società tra il 2000 e il 2021. Dopo aver escluso le osservazioni relative ad anni pre-quotazione o post-delisting e considerando solo aziende industriali, in particolare manifatturiere, utilities e servizi non finanziari o immobiliari, il numero di osservazioni si è ridotto a 2570, che corrispondono a 173 società. Per quanto riguarda i dati sulla struttura proprietaria, sono disponibili per tutte le 2570 osservazioni, mentre i dati finanziari sono disponibili solo per 2544 osservazioni, sempre relative alle 173 aziende incluse nel campione. Di conseguenza, il numero finale di osservazioni utilizzato per l'analisi è 2544.

Le fonti che hanno permesso di integrare il set sono il sito della CONSOB, per le informazioni relative alla proprietà e al controllo, e la piattaforma Refinitiv Eikon di Thomson Reuters, per quanto riguarda le informazioni relative alla struttura finanziaria.

Le variabili presenti nel set di dati che sono state utilizzate sono:

- *nobs*: Numero dell'osservazione.
- *Nfirm*: Numero della società.
- *anno*: Anno dell'osservazione.
- *firmname*: Nome della società.
- *azionista\_maggioranza*: Nome del soggetto, della famiglia o dell'ente che possiede la quota di maggioranza delle azioni.
- *controllingshare*: Quota percentuale detenuta dall'azionista di maggioranza (nel caso in cui la quota di maggioranza è familiare sono sommate le quote di ogni membro).
- *Family30*: Variabile binaria che assume il valore 1 se la quota di controllingshare è maggiore o uguale a 30, e l'azionista di maggioranza è un individuo o una famiglia; 0 altrimenti.
- *Family50*: Variabile binaria che assume il valore 1 se la quota di controllingshare è maggiore o uguale a 50, e l'azionista di maggioranza è un individuo o una famiglia; 0 altrimenti.
- *InstInv*: Variabile binaria pari a 1 se nella società è presente almeno un investitore istituzionale con una partecipazione rilevante; 0 altrimenti.
- *Inst\_Share*: Quota percentuale detenuta dall'investitore istituzionale (o somma se presenti più investitori istituzionali).
- *delisting*: Variabile binaria uguale a 1 se in quell'anno la società è uscita dalla borsa; 0 altrimenti.
- *dual*: Variabile binaria uguale a 1 se l'azienda possiede una struttura duale di voto; 0 altrimenti.
- *StateOwn*: Variabile binaria pari a 1 se l'azienda è pubblica; 0 altrimenti.
- *PrivateOwn*: Variabile binaria pari a 1 se l'azienda è privata; 0 altrimenti.
- *Sales*: Fatturato annuo della società.
- *TotalAssets*: Attivo totale della società.
- *TotalEquity*: Patrimonio netto della società.
- *FinanciallDebt*: Debiti finanziari totali della società, comprende sia breve che medio lungo termine.
- *TotalDebt*: Debiti totali della società, anche quelli di natura non finanziaria.

- *Roa*: variabile ottenuta dal rapporto tra l'Utile Netto e Total Assets.
- *LogEtà*: variabile che indica il numero di anni della società di riferimento (anno dell'osservazione – anno della fondazione).
- *Logsales*: variabile che indica il logaritmo del fatturato della società.
- *MarketToBook*: rapporto tra il valore di mercato della società ed il suo book value.

Non per tutte le imprese analizzate sono presenti le osservazioni dal 2000 al 2021. La prima osservazione per ciascuna impresa potrebbe non essere l'anno 2000, perché alcune di esse si sono quotate solo dopo tale anno, mentre l'ultima non è sempre il 2021, a causa di delisting durante il periodo di osservazione considerato.

Per tale motivo il numero di società considerate in ogni anno non è lo stesso e risulta essere sempre minore del totale delle imprese considerate. In tabella 17, sono riportate il numero di società considerate per ogni anno dell'analisi.

*Tabella 17: Numero di imprese presenti nel campione analizzato per ogni anno considerato nell'analisi (2000-2021)*

Anno	Numero Società
2000	68
2001	84
2002	95
2003	110
2004	115
2005	122
2006	133
2007	141
2008	139
2009	141
2010	141
2011	135
2012	134
2013	135
2014	130
2015	127
2016	130
2017	124
2018	100
2019	100
2020	70
2021	70

## 4.2 LE STATISTICHE DESCRITTIVE

Come evidenziato precedentemente, il numero di società considerate ogni anno mostra una variazione significativa nel corso del periodo analizzato. In particolare, le imprese familiari, che rappresentano una parte sostanziale del tessuto imprenditoriale italiano, costituiscono la maggioranza nel campione esaminato. Definendo come familiare un'impresa il cui principale azionista possiede più del 30% delle azioni e tale azionista è una famiglia o un individuo, si osserva che più del 69% delle osservazioni fa riferimento a imprese familiari. Tuttavia, questo dato mostra una tendenza al ribasso nel corso degli anni: nel 2000, come mostrato in Figura 19, l'82% delle società era familiare, mentre nel 2021 questa percentuale è scesa al 56%. Inoltre, analizzando le 173 società considerate, si nota che 101 di esse (il 58%) mantengono lo status di impresa familiare per tutto il periodo preso in esame, mentre 50 (il 29%) non sono mai familiari.

Il 69% di osservazioni citato in precedenza non rappresenta il 69% delle imprese perché il numero di osservazioni per ogni impresa non è uguale. Nei casi di imprese familiari, l'86.6%

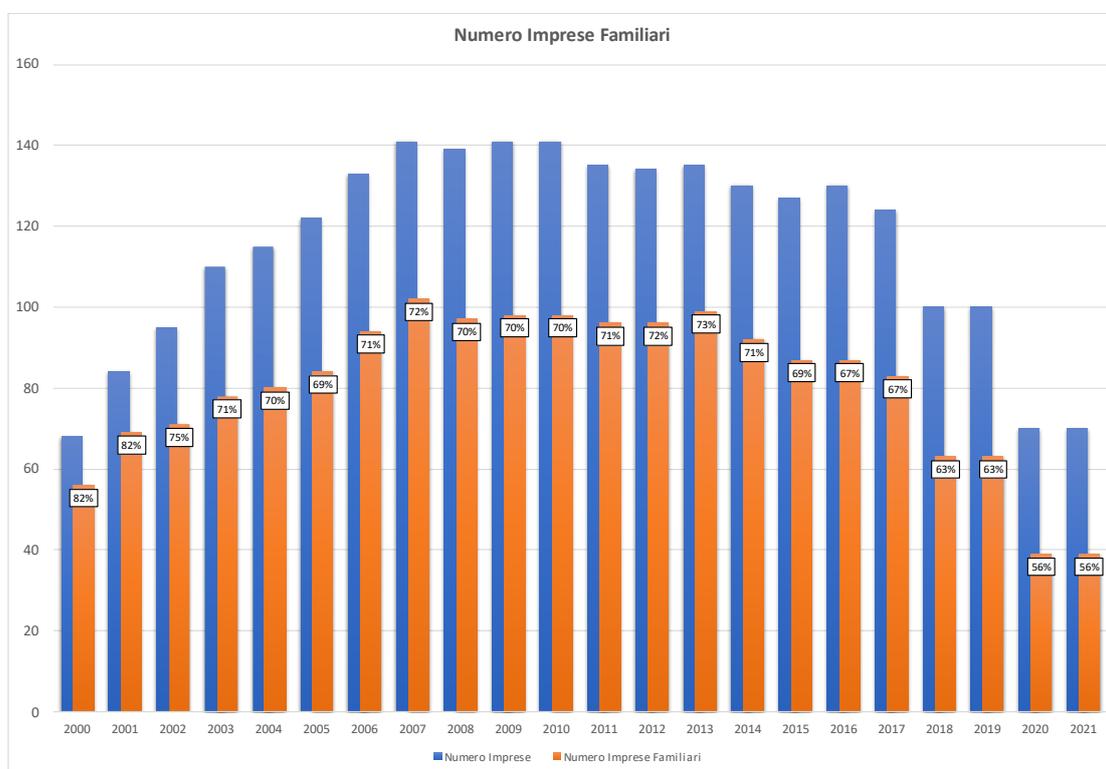
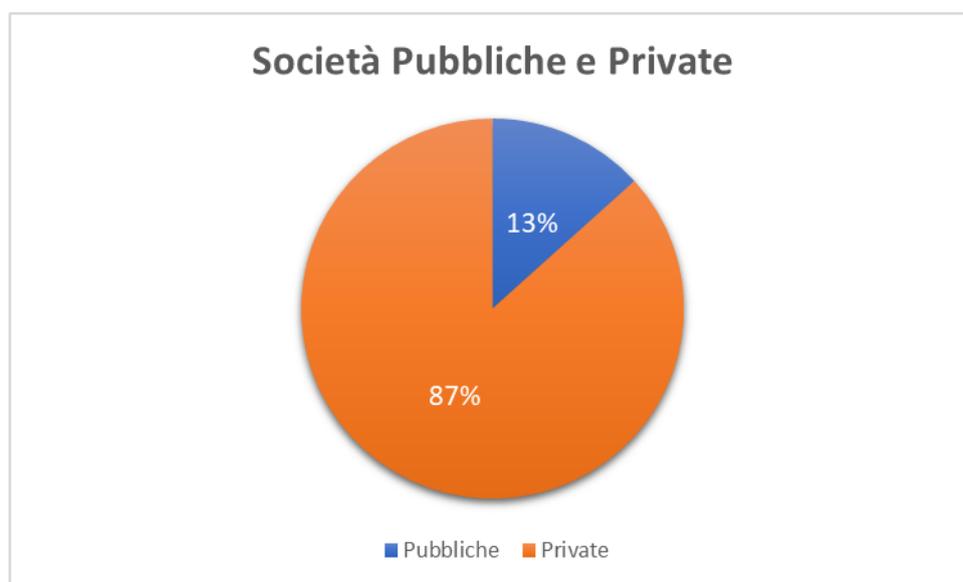


Figura 19: Numero di Imprese Familiari (Assolute sulle Ordinate e percentuali nell'etichetta) confrontate al numero di imprese totali presente nel campione per ogni anno (2000-2021)

presenta una quota di maggioranza superiore al 50%, indicando che la maggior parte delle osservazioni si riferisce a imprese strettamente controllate da una famiglia.

Delle società non familiari (30.4%), il 43.7% è classificato come pubblico, ovvero controllato dallo Stato (comuni, regioni, Ministero dell'Economia e delle Finanze, ecc.), mentre il restante 56.3% è di natura privata.

In generale, come illustrato in Figura 20, il campione presenta 338 osservazioni di società pubbliche e 2206 di società private.



*Figura 20: Percentuale di Imprese Pubbliche e Private. Impresa Pubblica indicata con variabile dummy StateOwn =1. Impresa Privata indicata con variabile Dummy PrivateOwn = 1.*

La quota di controllo media è del 51.50%, con variazioni nel tempo (Tabella 18 e Figura 21): si notano valori più alti tra il 2000 e il 2002, seguiti da un declino nei quattro anni successivi, con un successivo aumento nel 2007-2008. Negli anni più recenti, si osserva una diminuzione della quota media del principale azionista, probabilmente influenzata dalla riduzione delle imprese familiari nel campione.

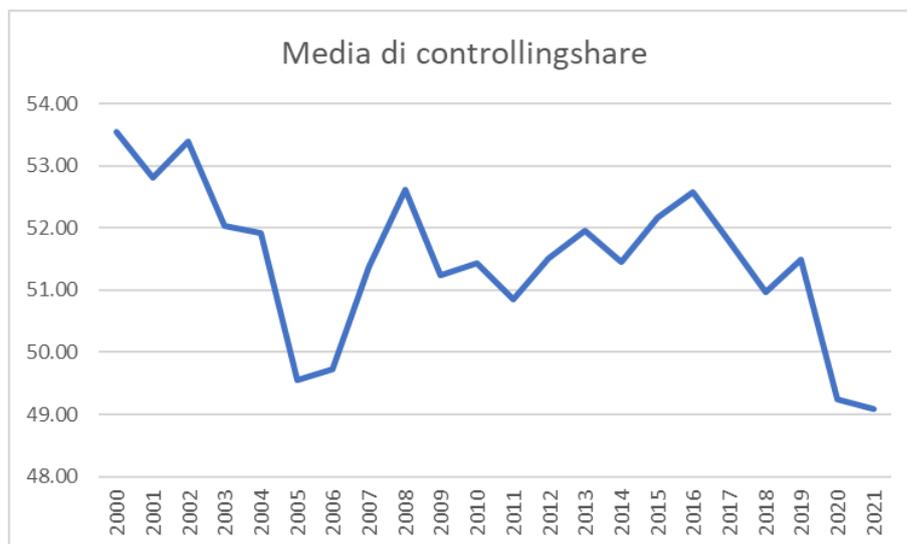


Figura 21: Andamento della quota media di controllo dall'anno 2000 all'anno 2021

Tabella 18: Quota media detenuta dall'azionista di controllo per ogni anno considerato (2000-2021)

Anno	Media di controllingshare
2000	53.54
2001	52.81
2002	53.40
2003	52.03
2004	51.92
2005	49.56
2006	49.72
2007	51.38
2008	52.62
2009	51.25
2010	51.43
2011	50.85
2012	51.52
2013	51.97
2014	51.45
2015	52.18
2016	52.57
2017	51.78
2018	50.97
2019	51.49
2020	49.24
2021	49.08
<b>Totale complessivo</b>	<b>51.50</b>

Nel corso degli ultimi anni, in contrasto con i dati presentati dalla CONSOB, come riportato

nel capitolo 2, si osserva una tendenza decrescente nella quota media del principale azionista. Questo andamento potrebbe essere influenzato dalla diminuzione delle imprese familiari nel campione durante gli ultimi anni considerati. In effetti, distinguendo tra società pubbliche e private, emerge che la quota media di controllo è del 53.02% per le società private e del 41.57% per quelle pubbliche (Tabella 19 e Figura 22). Poiché il numero di imprese familiari nel campione è diminuito dall'80% iniziale al 50% negli ultimi due anni considerati, e considerando che la quota media di controllo è maggiore nelle società private, è inevitabile che si sia verificato un decremento di tale valore con l'incremento della proprietà pubblica.

Analizzando le società pubbliche e private separatamente, si osserva che la quota media di controllo è stabilmente maggiore nelle società private per ogni anno analizzato rispetto a quelle pubbliche. (Tabella 19 e Figura 22).

*Tabella 19: Quota media di controllo per ogni anno (2000-2021) per imprese pubbliche e private*

Anno	Media di controllingshare	
	Pubbliche	Private
2000	39.33	54.43
2001	37.91	53.75
2002	50.80	53.78
2003	48.03	52.76
2004	48.00	52.64
2005	45.42	50.23
2006	43.95	50.57
2007	44.22	52.36
2008	42.68	54.00
2009	41.57	52.66
2010	43.03	52.66
2011	39.87	52.43
2012	38.48	53.41
2013	37.02	53.98
2014	41.08	53.00
2015	42.09	53.63
2016	40.31	54.41
2017	37.76	53.85
2018	37.60	53.51
2019	36.93	54.26
2020	36.87	52.62
2021	37.62	52.21
<b>Totale complessivo</b>	<b>41.57</b>	<b>53.02</b>

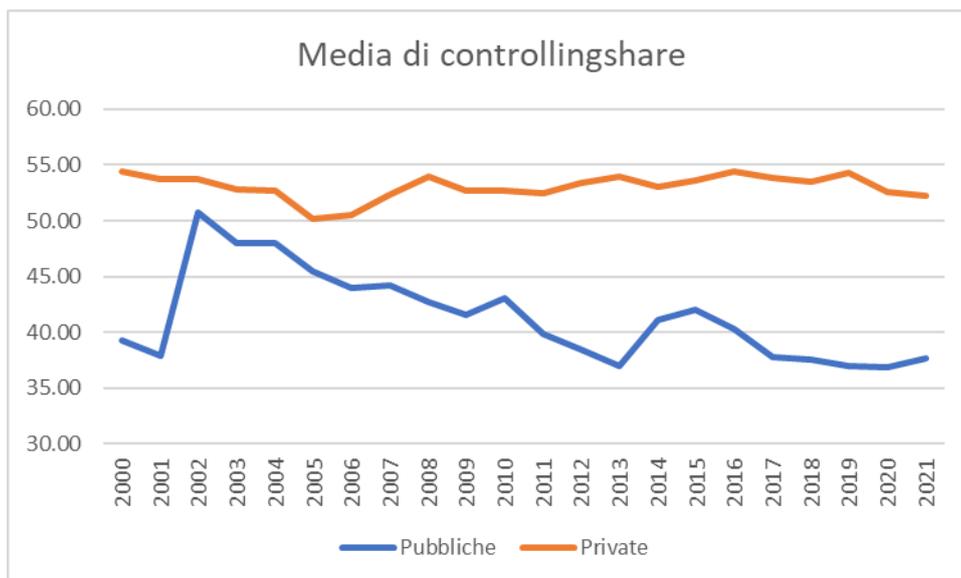


Figura 22: Andamento quote medie di controllo per ogni anno (2000-2021) per imprese pubbliche e private

La presenza di investitori istituzionali caratterizza il 49% del campione, con una quota media detenuta pari a 8.16%, in crescita nel periodo osservato, dal 6.68% nel 2000 al 10.07% nel 2021. Queste percentuali si riferiscono alle sole imprese con almeno un investitore istituzionale. Tuttavia, considerando l'intero campione, la quota media istituzionale scende al 4%. (Figura 23 e Tabella 20)

Nell'analisi, si è seguita la definizione di investitore istituzionale della borsa italiana, secondo cui, appartengono alla categoria:

- gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), i fondi comuni di investimento mobiliari, immobiliari, speculativi e le Sicav;
- i fondi pensione;
- le compagnie di assicurazione.

Risultano dunque escluse le banche.

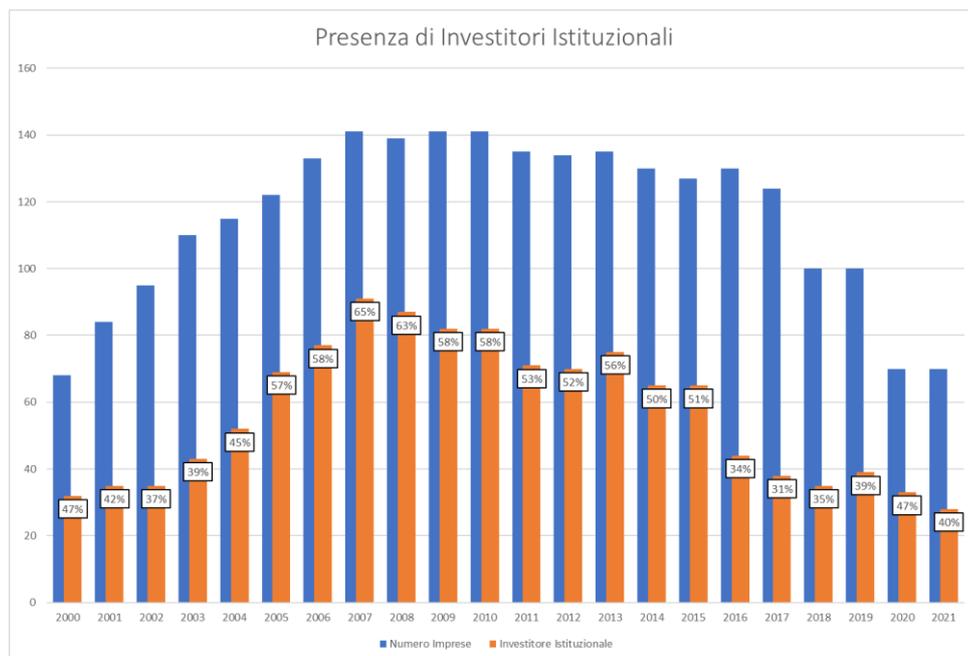


Figura 23: Numero di Imprese nelle quali è presente almeno un investitore istituzionale (Assolute sulle Ordinate e percentuali nell'etichetta) confrontate al numero di imprese totali presente nel campione per ogni anno (2000-2021)

Tabella 20: Numero di Imprese nelle quali è presente almeno un investitore istituzionale, quota media detenuta calcolata unicamente sulle imprese con investitore istituzionale, e quota media detenuta considerando l'intero campione, per ogni anno (2000-2021)

Anno	Presenza di Investitori Istituzionali	Media di Inst_Share	Media di Inst_Share Totale
2000	47%	6.68	3.14
2001	42%	6.31	2.63
2002	37%	7.00	2.58
2003	39%	5.11	2.00
2004	45%	6.02	2.72
2005	57%	6.40	3.62
2006	58%	7.51	4.35
2007	65%	7.71	4.96
2008	63%	8.13	5.09
2009	58%	8.01	4.66
2010	58%	8.39	4.88
2011	53%	8.39	4.41
2012	52%	8.19	4.28
2013	56%	8.57	4.76
2014	50%	8.72	4.36
2015	51%	8.52	4.36
2016	34%	10.59	3.58
2017	31%	11.18	3.43
2018	35%	11.02	3.86
2019	39%	10.21	3.98
2020	47%	9.37	4.42
2021	40%	10.07	4.03
<b>Totale complessivo</b>	<b>49%</b>	<b>8.16</b>	<b>4.00</b>

Confrontando i valori della quota media di controllo tra i casi in cui sono presenti e quelli in cui non sono presenti investitori istituzionali, emerge una quota media maggiore nel caso in cui non vi sia alcun investitore istituzionale. In particolare, la media della quota di controllo si attesta al 54.17% nel periodo considerato, mentre nel caso opposto si registra una quota media di controllo del 48.73%. (Tabella 21)

Emergono quindi alcune considerazioni importanti, come la diminuzione delle imprese familiari nel campione nel corso degli anni, il ruolo significativo delle società private nella quota di controllo e l'aumento della presenza e influenza degli investitori istituzionali nel tempo.

*Tabella 21 Quota media di controllo per ogni anno (2000-2021) per imprese in cui è presente almeno un investitore istituzionale e per imprese senza investitori istituzionali.*

Anno	Media di controllingshare	
	Nessun Investitore Istituzionale	Almeno un investitore Istituzionale
2000	56.16	50.60
2001	52.20	53.66
2002	53.77	52.77
2003	54.66	47.94
2004	54.05	49.34
2005	49.64	49.49
2006	53.71	46.82
2007	53.66	50.12
2008	55.18	51.08
2009	52.87	50.08
2010	53.48	49.96
2011	52.68	49.20
2012	51.54	51.50
2013	55.15	49.42
2014	54.45	48.44
2015	57.28	47.31
2016	56.56	44.78
2017	55.13	44.18
2018	53.33	46.58
2019	54.93	46.10
2020	55.55	42.18
2021	55.19	39.92
<b>Totale complessivo</b>	<b>54.17</b>	<b>48.73</b>

### 4.3 ANALISI DEL DEBITO

Per l'analisi dell'indebitamento, sono stati impiegati diversi indicatori. Inizialmente, seguendo le linee guida di Rajan e Zingales<sup>152</sup>, è stato considerato il rapporto tra debiti totali e attività totali come una misura generale di leva finanziaria. Tuttavia, poiché questa definizione potrebbe sovrastimare l'indebitamento includendo voci non strettamente legate al finanziamento, come i debiti commerciali e fondi, si è optato per una definizione più precisa. Quest'ultima si è concentrata sul rapporto tra debiti finanziari a breve e lungo termine e attività totali, al fine di ottenere una visione più accurata della capacità dell'azienda di soddisfare i suoi obblighi finanziari. Anche il rapporto tra debiti finanziari e debiti totali è stato calcolato per lo stesso motivo. Infine, è stato analizzato il *gearing*, definito come il rapporto tra debiti finanziari ed equity, per valutare l'equilibrio tra capitale e debiti.

Successivamente, sono state calcolate le medie di questi indicatori in relazione a diverse variabili. Inizialmente, si sono esaminate le relazioni con la quota di controllo dell'impresa (*controllingshare*), per comprendere se vi fosse una correlazione tra il grado di controllo e i livelli di indebitamento. Tale analisi è stata poi ripetuta per il sotto campione costituito dalle sole aziende private, al fine di evidenziare e focalizzare l'attenzione su quest'ultime, maggioranza del campione. Successivamente, sono state esaminate le differenze tra società pubbliche e private (*StateOwn* e *PrivateOwn*) e tra familiari e non (*Family30*) per valutare se vi fossero disparità significative nei livelli di indebitamento.

Per valutare eventuali differenze statisticamente significative tra due gruppi, è stato eseguito il test t di Student utilizzando il comando *ttest a, by(b)* su Stata. Questo test è stato applicato per confrontare le medie di due gruppi distinti, specificati dalla variabile b (*PrivateOwn* o *Family30*), al fine di determinare se le differenze osservate tra di essi fossero statisticamente significative.

Infine, sono stati presentati i livelli di debito in relazione alla dimensione dell'azienda, utilizzando gli asset (*TotalAssets*) come parametro di misura. Questo approccio ha consentito di valutare se le aziende di diverse dimensioni presentassero livelli di indebitamento

---

<sup>152</sup> Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *The Journal of Finance*, Vol. 50 No. 5, pp. 1421-1460.

significativamente differenti, e se vi fossero tendenze particolari in base alla dimensione dell'azienda.

In Tabella 22 sono riportati i livelli medi dei diversi indicatori considerati, suddivisi in base al grado di concentrazione del controllo azionario. Il primo cluster rappresenta le imprese con una quota di maggioranza inferiore al 30%, pertanto caratterizzate da una proprietà più diffusa, mentre il secondo cluster include quelle con una quota compresa tra il 30% e il 50%. Il terzo cluster, il più rappresentato con il 62% delle osservazioni totali (1588), comprende le imprese con una concentrazione del controllo compresa tra il 50% e il 75%. Infine, il quarto cluster include le imprese con una quota di controllo superiore al 75%, anche se questa categoria è meno frequente data la natura delle imprese quotate.

Per quanto riguarda il rapporto tra debiti totali e attività totali, si osserva una percentuale abbastanza elevata, pari al 64%. Tale dato suggerisce che il livello dei debiti diminuisca all'aumentare della concentrazione del controllo, passando dal 69% per le imprese con quota di controllo inferiore al 30% al 60% per quelle con quota di controllo superiore al 75%, indicando un aumento del patrimonio netto (o equity).

In Tabella 23 sono riportate le stesse statistiche calcolate solo per le società private (*PrivateOwn* = 1), e i valori si presentano in linea con quelli del campione totale.

Analizzando gli altri indicatori, si osserva che la quota di debiti finanziari sui debiti totali rimane stabile intorno al 41% nelle diverse fasce di controllo, con una leggera tendenza ad aumentare nelle prime due fasce, corrispondenti a concentrazioni di controllo inferiori. Tuttavia, il rapporto tra debiti finanziari e valore totale delle attività segue una tendenza diversa rispetto al rapporto debiti totali-attività, con un'inversione del trend nell'ultimo cluster, dove si osserva un aumento della quota di debiti finanziari. Questo potrebbe indicare una maggiore dipendenza da finanziamenti esterni in contesti caratterizzati da concentrazioni estreme di controllo.

Analizzando solo le società private, non si riscontra un significativo discostamento dai risultati descritti in precedenza. Tuttavia, le differenze nei valori ottenuti nelle diverse classi risultano meno pronunciate. La media dei debiti finanziari sui debiti totali non presenta, questa volta, valori maggiori per le prime classi, ma segue un andamento non monotono.

In modo analogo, il *gearing* medio si stabilisce a 1.29, con valori più elevati (1.49) per le aziende ad azionariato disperso, che tendono a diminuire prima ed aumentare nuovamente a concentrazioni elevate di controllo. È fondamentale notare che sono state escluse le osservazioni con equity negativo al fine di evitare distorsioni nei risultati, rappresentanti l'1.9% (48) del totale delle osservazioni.

Si osserva un trend simile quando si considerano esclusivamente le società private. La media del campione risulta essere molto vicina, pari a 1.30 (1 solo punto percentuale maggiore). Tuttavia, analizzando i singoli valori per classe di appartenenza, emergono delle differenze sostanziali. A basse concentrazioni (<30%), le imprese private presentano un *gearing* medio pari a 1.57, indicando che le imprese private ad azionariato disperso hanno una leva finanziaria superiore a quelle pubbliche e anche alle altre classi di concentrazione. Come nel caso totale, nella seconda fascia si registra una discesa dei valori di questa variabile, con l'unica, ma sostanziale differenza che in questo caso è questo cluster (30-50%) a presentare i valori minimi, e qui avviene l'inversione di tendenza. Le medie indicate in tabella suggeriscono che a queste concentrazioni, le società pubbliche si affidano largamente ai debiti finanziari, aumentando notevolmente la media (1.21 per le private vs 1.30 sia pubbliche che private). Per la fascia seguente si osserva una leggera tendenza al debito finanziario maggiore da parte delle private, evidenziata ancora di più nell'ultima classe, 1.40 vs 1.34. Il debito finanziario per le società private, estremamente concentrate, raggiunge dei valori sostanziali, indicando che ad alte concentrazioni, si preferisce ancor di più il debito per evitare di diluire il controllo emettendo nuovo equity.

In linea generale, sembrerebbe che il livello di debito tende a diminuire per poi aumentare a concentrazioni elevate. Questo risultato potrebbe suggerire che, all'aumentare della quota di controllo, le aziende preferiscono evitare i finanziamenti bancari per ridurre il monitoraggio da parte delle banche. In alternativa, la concentrazione della proprietà potrebbe permettere un maggiore coinvolgimento e monitoraggio attivo da parte dei proprietari stessi, riducendo l'asimmetria informativa e, di conseguenza, i costi di agenzia. Questo potrebbe rendere le aziende meno dipendenti dai finanziamenti esterni.

Come mostrato però, a concentrazioni elevate si ha un'inversione di tendenza. Le ragioni potrebbero essere diverse: l'emissione di nuovo equity potrebbe comportare una diluizione significativa del controllo dei principali azionisti. Di conseguenza, potrebbero preferire

l'indebitamento come alternativa per ottenere finanziamenti senza compromettere la loro quota di controllo. A concentrazioni di controllo molto elevate, le aziende potrebbero avere accesso privilegiato ai mercati finanziari o a investitori specializzati che offrono condizioni di finanziamento più vantaggiose rispetto ai prestiti bancari tradizionali. Questo potrebbe incentivare un aumento dell'indebitamento.

*Tabella 22: Medie delle variabili di indebitamento per classe di concentrazione (<30%; 30-50%; 50-75%; >75%) e numero di osservazioni per ogni classe.*

Controllingshare	N Oss	Total Debt / Total Assets	Financial Debt / Total Assets	Financial Debt / Equity	Financial Debt / Total Debt
<30%	397	0.69	0.30	1.49	0.42
30%-50%	438	0.67	0.29	1.30	0.43
50%-75%	1588	0.63	0.26	1.23	0.41
>75%	121	0.60	0.28	1.34	0.41
<b>Totale complessivo</b>	<b>2544</b>	<b>0.64</b>	<b>0.27</b>	<b>1.29</b>	<b>0.41</b>

*Tabella 23: Medie delle variabili di indebitamento per le sole aziende Private (PrivateOwn =1) per classe di concentrazione (<30%; 30-50%; 50-75%; >75%) e numero di osservazioni per ogni classe*

Controllingshare	N Oss	Total Debt / Total Assets	Financial Debt / Total Assets	Financial Debt / Equity	Financial Debt / Total Debt
<30%	297	0.69	0.29	1.57	0.40
30%-50%	332	0.65	0.29	1.21	0.43
50%-75%	1461	0.63	0.26	1.26	0.41
>75%	116	0.61	0.29	1.40	0.43
<b>Totale complessivo</b>	<b>2206</b>	<b>0.64</b>	<b>0.27</b>	<b>1.30</b>	<b>0.41</b>

Inoltre, sono state confrontate le medie dei livelli di debito per le società familiari e non familiari, così come per le società pubbliche e private. Le imprese familiari presentano medie leggermente inferiori rispetto a quelle non familiari (Tabella 24), suggerendo una maggiore avversione al rischio e una preferenza a non ricorrere al debito, in linea con l'ipotesi della scarsa diversificazione dei proprietari. I confronti sono stati ripetuti per il sotto campione delle aziende private (Tabella 25), ed anche in questo caso si ottengono livelli inferiori per le aziende familiari.

Per tutti questi confronti sono stati effettuati dei test d'ipotesi volti a verificare l'effettiva differenza tra le medie ritrovate. In tabella 26 è riportato il test effettuato per la variabile *TotalDebt / TotalAssets* per le aziende familiari e non familiari. Questa variabile, per le aziende non familiari assume un valore medio pari a 0.66 mentre per quelle familiari 0.63. L'ipotesi nulla è che non vi sia differenza tra le medie, ovvero  $H_0: \text{diff} = 0$ ; mentre l'ipotesi alternativa  $H_a: \text{diff} \neq 0$ . Il p-value associato all'ipotesi alternativa è pari a 0.09%.

Il p-value suggerisce che non sia possibile accettare l'ipotesi nulla  $H_0$ ; pertanto, la differenza tra le medie dei due gruppi è statisticamente significativa. Dunque, è possibile affermare che per quanto riguarda il primo indicatore calcolato, *TotalDebt / TotalAssets*, nelle imprese familiari è minore rispetto a quelle non familiari.

Allo stesso modo, risulta significativa la differenza della media di *FinancialDebt / TotalAssets* (tabella 27) ma negli altri due casi non è possibile rifiutare l'ipotesi nulla che afferma che la differenza delle medie è pari a zero. (tabelle 28 e 29). Allo stesso tempo è stata effettuata la medesima analisi per le sole società private, andando a constatare quale fosse il comportamento del debito in questo tipo di aziende. I livelli delle non familiari private sono leggermente superiori ai valori trovati per le non familiari generali, indicando una propensione maggiore al debito per le aziende private (tra quelle non familiari). Questo potrebbe essere dovuto ai maggiori costi di agenzia e all'importante ruolo che svolge il debito in queste situazioni. Non essendo presente nessun proprietario di controllo con una quota sostanziale, la libertà di azione dei manager sarebbe molto elevata e dunque la presenza del debito a disciplinarli, e ad indicare all'esterno che nonostante nessun controllo interno l'azienda gode di una buona reputazione riuscendo ad accumulare elevati finanziamenti esterni. Anche in questo caso sono stati effettuati dei test d'ipotesi (Tabelle 30-33). Solo una differenza risulta essere significativa, *TotalDebt / TotalAssets*, mentre per le altre non si hanno sufficienti evidenze per rifiutare l'ipotesi nulla che le due medie siano uguali.

*Tabella 24: Medie delle variabili di indebitamento per Imprese familiari e Non familiari.*

	N Oss	Total Debt / Total Assets	Financial Debt / Total Assets	Financial Debt / Equity	Financial Debt / Total Debt
Non Familiari	773	0.66	0.28	1.32	0.41
Familiari	1771	0.63	0.27	1.28	0.41
<b>Totale complessivo</b>	<b>2544</b>	<b>0.64</b>	<b>0.27</b>	<b>1.29</b>	<b>0.41</b>

*Tabella 25: Medie delle variabili di indebitamento per le sole aziende Private (PrivateOwn =1) per Imprese familiari e Non familiari.*

	N Oss	Total Debt / Total Assets	Financial Debt / Total Assets	Financial Debt / Equity	Financial Debt / Total Debt
Non Familiari	435	0.67	0.28	1.38	0.40
Familiari	1771	0.63	0.27	1.28	0.41
<b>Totale complessivo</b>	<b>2206</b>	<b>0.64</b>	<b>0.27</b>	<b>1.30</b>	<b>0.41</b>



Tabella 29 Test t per differenza di medie di FinancialDebt/TotalDebt suddivise per la variabile Family30

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	773	.4122759	.0071161	.1978467	.3983068	.426245
1	1,771	.4130599	.0043218	.1818735	.4045836	.4215362
Combined	2,544	.4128217	.0037042	.1868326	.4055581	.4200852
diff		-.000784	.0080556		-.0165802	.0150121

diff = mean(0) - mean(1) t = -0.0973  
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2542

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.4612 Pr(|T| > |t|) = 0.9225 Pr(T > t) = 0.5388

Tabella 30 Test t per differenza di medie di TotalDebt/TotalAssets limitato alle aziende private, suddivise per la variabile Family30

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	435	.6749723	.0159385	.3324241	.643646	.7062986
1	1,771	.6317057	.0042621	.1793644	.6233463	.640065
Combined	2,206	.6402374	.0046584	.2187959	.6311021	.6493727
diff		.0432666	.0116745		.0203725	.0661608

diff = mean(0) - mean(1) t = 3.7061  
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2204

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.9999 Pr(|T| > |t|) = 0.0002 Pr(T > t) = 0.0001

Tabella 31 Test t per differenza di medie di FinancialDebt/TotalAssets limitato alle aziende private, suddivise per la variabile Family30

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	435	.2807054	.0098312	.2050463	.2613826	.3000281
1	1,771	.2702883	.0035191	.1480971	.2633862	.2771904
Combined	2,206	.2723424	.0034264	.1609298	.2656232	.2790617
diff		.010417	.0086107		-.0064689	.027303

diff = mean(0) - mean(1) t = 1.2098  
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2204

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.8868 Pr(|T| > |t|) = 0.2265 Pr(T > t) = 0.1132



Tabella 34: Medie delle variabili di indebitamento per Imprese pubbliche e private.

Proprietà	N Oss	Total Debt / Total Assets	Financial Debt / Total Assets	Financial Debt / Equity	Financial Debt / Total Debt
Pubblica	338	0.65	0.29	1.24	0.42
Privata	2206	0.64	0.27	1.30	0.41
<b>Totale complessivo</b>	<b>2544</b>	<b>0.64</b>	<b>0.27</b>	<b>1.29</b>	<b>0.41</b>

Tabella 35 Test t per differenza di medie di TotalDebt/TotalAssets suddivise per la variabile PrivateOwn

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	338	.645676	.0093154	.1712616	.6273524	.6639997
1	2,206	.6402374	.0046584	.2187959	.6311021	.6493727
Combined	2,544	.64096	.0042244	.2130707	.6326764	.6492436
diff		.0054386	.0124477		-.0189701	.0298474

diff = mean(0) - mean(1) t = 0.4369  
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2542

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.6689 Pr(|T| > |t|) = 0.6622 Pr(T > t) = 0.3311

Tabella 36 Test t per differenza di medie di FinancialDebt/TotalAssets suddivise per la variabile PrivateOwn

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	338	.2885632	.008129	.1494501	.2725732	.3045532
1	2,206	.2723424	.0034264	.1609298	.2656232	.2790617
Combined	2,544	.2744976	.0031627	.1595191	.2682959	.2806992
diff		.0162208	.009314		-.0020431	.0344846

diff = mean(0) - mean(1) t = 1.7415  
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2542

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.9591 Pr(|T| > |t|) = 0.0817 Pr(T > t) = 0.0409

Tabella 37 Test t per differenza di medie di FinancialDebt/Equity suddivise per la variabile PrivateOwn

Two-sample t test with equal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	338	1.235494	.070832	1.30223	1.096166	1.374823
1	2,158	1.295955	.071314	3.312839	1.156103	1.435806
Combined	2,496	1.287767	.0623961	3.117307	1.165414	1.410121
diff		-.0604606	.1823876		-.4181073	.2971861

diff = mean(0) - mean(1) t = -0.3315  
H0: diff = 0 Degrees of freedom = 2494

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.3701 Pr(|T| > |t|) = 0.7403 Pr(T > t) = 0.6299



D'altra parte, per le società private, la presenza di investitori istituzionali è associata a livelli di debito inferiori. Gli investitori istituzionali preferiscono società con bilanci più solidi e una gestione finanziaria prudente. Le società private cercano di minimizzare il debito per ridurre i rischi finanziari e garantire una maggiore stabilità aziendale. Pertanto, in presenza di investitori istituzionali, le società private tendono a mantenere livelli di debito più bassi, riflettendo una strategia finanziaria incentrata sulla prudenza e sulla gestione del rischio.

*Tabella 39: Medie delle variabili di indebitamento per Imprese pubbliche in presenza e in assenza di Investitori Istituzionali.*

Publiche	N Oss	Total Debt / Total Assets	Financial Debt / Total Assets	Financial Debt / Equity	Financial Debt / Total Debt
No Investitori Istituzionali	210	0.61	0.26	1.10	0.39
Investitori Istituzionali	128	0.70	0.34	1.46	0.48
<b>Totale complessivo</b>	<b>338</b>	<b>0.65</b>	<b>0.29</b>	<b>1.24</b>	<b>0.42</b>

*Tabella 40 Medie delle variabili di indebitamento per Imprese private in presenza e in assenza di Investitori Istituzionali.*

Private	N Oss	Total Debt / Total Assets	Financial Debt / Total Assets	Financial Debt / Equity	Financial Debt / Total Debt
No Investitori Istituzionali	1086	0.65	0.28	1.48	0.41
Investitori Istituzionali	1120	0.63	0.27	1.12	0.41
<b>Totale complessivo</b>	<b>2206</b>	<b>0.64</b>	<b>0.27</b>	<b>1.30</b>	<b>0.41</b>

Passando all'analisi di correlazione con la dimensione, in accordo con quanto visto nei capitoli precedenti e in particolare con la teoria del trade-off, si osserva un trend crescente per tutti gli indicatori utilizzati (Tabella 41). Il debito, e in particolare i debiti finanziari, aumentano all'aumentare della dimensione dell'impresa. In particolare, il rapporto debiti finanziari totali su total Assets aumenta di 12 punti percentuali se si confrontano le due classi ai margini (22% per imprese il cui valore dei Total Assets è minore a 100 milioni di euro, e 34% per le imprese con valore degli asset superiore ai 10 miliardi di euro). Stesso trend per il rapporto con le passività totali.

Per quanto riguarda il rapporto Debiti Finanziari su Equity la differenza tra i valori medi osservati nelle classi agli estremi sembrerebbe essere molto più significativa, 87 punti percentuali di differenza. Per le imprese con asset maggiori di 10 miliardi di euro, questo rapporto è pari a 1.77 (238 osservazioni) mentre per le imprese più piccole, con valore degli asset minore a 100 milioni di euro, il valore è pari a 0.90 (218 osservazioni). Tra le classi centrali non sembrerebbero esserci molte differenze, ad eccezione del 1.42 tra le aziende con asset tra i 100 e i 250 milioni di euro. Si precisa che a questa classe appartengono le precedentemente citate Bialelli, Vincenzo Zucchi e Stefanel. E che potrebbero distorcere il valore dell'osservazione.

Tabella 41: Medie delle variabili di indebitamento per classi dimensionali. Total Assets come proxy della dimensione. Suddivisione in cluster: <100 milioni; 100-250 milioni; 250-750 milioni; 750 milioni - 2.5 miliardi; 2.5-10 miliardi; >10 miliardi).

Total Assets	N Oss	Total Debt / Total Assets	Financial Debt / Total Assets	Financial Debt / Equity	Financial Debt / Total Debt
<100 MLN	218	0.63	0.22	0.90	0.32
100 MLN - 250 MLN	523	0.60	0.26	1.42	0.40
250 MLN - 750 MLN	672	0.64	0.27	1.22	0.40
750 MLN - 2.5 MLD	480	0.63	0.27	1.23	0.43
2.5 MLD - 10 MLD	413	0.68	0.30	1.22	0.44
>10 MLD	238	0.71	0.34	1.77	0.46
<b>Totale complessivo</b>	<b>2544</b>	<b>0.64</b>	<b>0.27</b>	<b>1.29</b>	<b>0.41</b>

## 4.4 L'ANALISI DEI RISULTATI

In questa sezione è mostrata e discussa l'analisi di regressione effettuata per determinare se esiste una relazione tra la struttura proprietaria e la struttura finanziaria delle società quotate italiane.

Nel corso dell'analisi sono stati impiegati modelli di regressione panel con effetti fissi al fine di esaminare l'impatto delle variabili indipendenti sulle variabili dipendenti. I dati panel rappresentano uno strumento analitico versatile che consente di considerare sia le variazioni trasversali tra le unità che le variazioni temporali. In particolare, è stato adottato un approccio a effetti fissi, che tiene conto delle caratteristiche specifiche di ciascuna unità attraverso l'inclusione di effetti fissi per ogni unità nel dataset. Questo metodo si rivela particolarmente utile quando ci si attende che le caratteristiche intrinseche delle unità influenzino i risultati, come nel caso delle imprese private rispetto a quelle pubbliche o familiari rispetto a non familiari.

Per l'analisi dei dati panel, è stata utilizzata la variabile *anno* come variabile temporale e la variabile *Nfirm* come identificativo univoco per le singole imprese nel dataset.

Come anticipato nelle sezioni precedenti, le variabili dipendenti utilizzate per indicare la struttura finanziaria sono *FinancialDebt/TotalAssets*, *FinancialDebt/Equity*, *TotalDebt/TotalAssets*, *FinancialDebt/TotalDebt*.

Mentre le variabili utilizzate per rappresentare la struttura proprietaria è *controllingshare*, che insieme alle 3 variabili dummy *PrivateOwn*, *Family30* e *InsInv* rappresentano le variabili indipendenti del modello.

Per quanto riguarda le variabili di controllo, seguendo la letteratura citata, sono stati utilizzati *Roa* (come indicatore di redditività), *LogEtà*, *Logsales* (come proxy della dimensione dell'azienda), *MarketToBook* (come indicatore di opportunità di crescita).

La Tabella 42 riporta i risultati delle regressioni con effetti fissi per l'intero campione di imprese.

Il coefficiente stimato per *controllingshare* mostra una relazione negativa in due regressioni, dove risulta essere statisticamente significativa, ovvero con il rapporto debito finanziario su patrimonio netto (*FinancialDebt/Equity*) e con il rapporto tra i debiti totali e gli asset (*TotalDebt/Asset*). Il risultato suggerisce che le aziende con una maggiore quota di controllo possono preferire fonti di finanziamento diverse rispetto a quelle con una quota di controllo inferiore. Questo potrebbe essere dovuto al desiderio di ridurre il rischio da parte dei proprietari, che potrebbero preferire evitare il ricorso al debito per finanziare le attività aziendali. È plausibile ipotizzare che a concentrazioni elevate di controllo i costi di agenzia tra manager e owner siano minori. Se i proprietari controllano direttamente l'azienda, possono monitorare e influenzare direttamente le decisioni manageriali, riducendo così la necessità di monitoraggio esterno da parte di istituti finanziari come le banche.

Inoltre, se i costi di agenzia sono minori, potrebbe esserci una minore necessità di finanziamento esterno. Ciò potrebbe tradursi in minori costi di finanziamento complessivi per l'azienda, poiché i proprietari potrebbero preferire finanziare le attività aziendali utilizzando risorse interne anziché ricorrere al debito esterno.

Per quanto riguarda *Family30*, il coefficiente è negativo e significativo in tre delle quattro regressioni, indicando che alle aziende a controllo familiare è associata a una diminuzione dei rapporti di debito finanziario. Le aziende familiari potrebbero adottare una gestione finanziaria più conservativa, preferendo finanziamenti interni o alternativi al debito esterno. Questo potrebbe riflettere una preferenza per la stabilità finanziaria e una maggiore cautela nel prendere rischi finanziari.

La presenza di un forte controllo familiare può facilitare decisioni finanziarie conservative che minimizzano il rischio di insolvenza e mantenere un maggiore controllo sulla gestione aziendale.

Inoltre, le famiglie fondatrici spesso considerano l'azienda come un patrimonio da tramandare alle generazioni future. Questo forte legame emotivo con l'azienda potenzia la motivazione al controllo e può influenzare le decisioni finanziarie volte a garantire la continuità e il successo a lungo termine dell'impresa. La presenza di famiglie a capo delle imprese può aumentare l'avversione al rischio, specialmente in paesi come l'Italia, dove la maggior parte del patrimonio del fondatore è investita nell'impresa familiare. Questa circostanza potrebbe alimentare il fenomeno della conservazione del patrimonio, la cosiddetta "distruzione creativa", che farebbe sì che il proprietario eviti di investire in progetti rischiosi, come la ricerca e lo sviluppo, o potrebbe addirittura influenzare il proprietario a fare investimenti sub-ottimali per preservare il patrimonio

*InstInv* mostra una relazione negativa e significativa con il rapporto debito finanziario su asset e debito finanziario su debito totale, indicando che la presenza di investitori istituzionali è associata a un decremento del debito finanziario.

La partecipazione degli investitori istituzionali alla struttura proprietaria sostituisce il ruolo disciplinare del monitoraggio del debito. Il risultato potrebbe anche essere dovuto alla maggiore avversione al rischio da parte degli investitori istituzionali, che potrebbero preferire aziende con strutture finanziarie più conservative o stabili.

Tuttavia, un coefficiente negativo potrebbe anche indicare che le aziende con una maggiore presenza di investitori istituzionali possono accedere a forme alternative di finanziamento, come il venture capital o l'equity financing, riducendo quindi la dipendenza dal debito.

Le variabili di controllo *Roa*, *LogEtà*, *Logsales* e *MarketToBook*, mostrano anche coefficienti significativi e coerenti con la teoria economica.

Come precedentemente osservato nell'analisi condotta da Rossi e Cebula, il *Roa* è correlato negativamente al debito, confermato anche in questa analisi. L'aumento della redditività porta a un aumento delle fonti interne e, in linea con la Pecking order theory, questi fondi interni vengono utilizzati prima delle fonti esterne. Inoltre, la proporzione di debiti finanziari rispetto al totale dei debiti diminuisce con l'aumentare della redditività. Di conseguenza, nelle aziende più redditizie, la componente dei debiti commerciali rispetto ai debiti totali diventa più rilevante.

Le aziende con una solida redditività hanno spesso una maggiore capacità di ottenere finanziamenti, il che può essere attribuito alla loro maggiore solvibilità. Questo potere contrattuale più forte può essere utilizzato per negoziare condizioni di pagamento più vantaggiose con i creditori.

Il coefficiente positivo della variabile *LogEtà* è coerente con la teoria secondo la quale le aziende più vecchie possono ottenere debiti più facilmente grazie ai loro stretti legami con i creditori. Anche la teoria del ciclo di crescita finanziaria di Berger e Udell suggerisce che le aziende più anziane in una fase matura hanno flussi di cassa stabili e raccolgono debiti con maggiore facilità. Tali risultati però, non risultano essere significativi nei modelli presentati.

La variabile *Logsales* ha coefficiente negativo in tre dei quattro modelli, e risulta essere sempre significativa. In linea con la teoria di Rajan e Zingales, i quali affermano che le aziende più grandi, in generale, sono più trasparenti rispetto alle aziende più piccole, favorendo il finanziamento azionario perché il costo del finanziamento azionario dovuto alle informazioni asimmetriche è minore per loro. Inoltre, le aziende più grandi possono godere di economie di scala che riducono i costi di finanziamento e migliorano l'accesso al capitale. Questo potrebbe ridurre la necessità di indebitamento esterno.

L'ultima variabile di controllo presente nei modelli è *MarketToBook*, come indice di opportunità di crescita. In tre modelli su quattro presenta segno positivo (di cui solo uno significativo) mentre nell'ultimo negativo e significativo. I debiti finanziari aumentano rispetto all'equity e agli asset, ma non rispetto ai debiti totali (relazione negativa). Questo risultato indica che i debiti commerciali crescono ad un tasso maggiore di quelli finanziari all'aumentare delle opportunità di crescita.

Un rapporto più elevato tra valore di mercato e valore contabile potrebbe essere interpretato come un segnale di fiducia degli investitori nelle prospettive future dell'azienda e nell'attuale solidità finanziaria. Questo potrebbe influenzare positivamente la capacità delle aziende di ottenere finanziamenti a condizioni più favorevoli e di accedere a fonti di capitale esterno.

In seguito, sono state effettuate le medesime regressioni dividendo le imprese in due sottocampioni: pubbliche e private, utilizzando la variabile *PrivateOwn*. In Tabella 43 sono riportati i risultati per il sottocampione delle private mentre in Tabella 44 quelli delle pubbliche.

I risultati ottenuti risultano essere molto interessanti.

Per le imprese private, il controllo azionario non sembra influenzare significativamente la struttura del debito. I coefficienti associati sono vicini a zero e non significativi, ad eccezione del secondo modello (*FinancialDebt/Equity*), dove è negativo e significativo al livello del 5%.

Per le imprese pubbliche, il controllo azionario mostra effetti significativi sulla struttura del debito. Nel primo e nell'ultimo modello, il coefficiente di *controllingshare* è positivo e significativo al 1%, suggerendo che un maggiore controllo da parte del principale azionista (lo Stato, in questo caso) è associato ad un aumento del rapporto *FinancialDebt/Asset* e *FinancialDebt/TotalDebt*. Un maggiore controllo da parte dello Stato come principale azionista può essere interpretato come un segnale di maggiore stabilità e garanzia offerta dallo Stato stesso. Questa stabilità e garanzia possono aumentare la fiducia dei creditori e degli investitori nel finanziare l'azienda, consentendo all'impresa pubblica di accedere al credito a condizioni più favorevoli. Di conseguenza, un maggiore controllo azionario da parte dello Stato potrebbe facilitare un migliore accesso al credito per le imprese pubbliche, consentendo loro di finanziare progetti di investimento e di sviluppo con maggiore facilità. Questa interpretazione riflette la percezione dei creditori e degli investitori sulla solidità finanziaria e sulla stabilità delle imprese pubbliche in relazione al coinvolgimento dello Stato come azionista principale.

Per le imprese private, la presenza di investitori istituzionali sembra influenzare significativamente il rapporto *FinancialDebt/Asset* e *FinancialDebt/TotalDebt*. In tutti e quattro i modelli, la presenza di investitori istituzionali è associata a una diminuzione del rapporto *FinancialDebt/Asset* e *FinancialDebt/TotalDebt*, anche se significativa solo in due.

Per le imprese pubbliche, la presenza di investitori istituzionali non mostra un impatto significativo sulla struttura del debito.

Per le variabili di controllo non emergono particolari differenze rispetto a quanto analizzato in precedenza, ad eccezione della variabile *logsales*, indicatore della dimensione.

Per le private, si hanno risultati in linea ai precedenti, per le pubbliche gli opposti. All'aumentare della dimensione si ha un incremento dei rapporti di debito. Ha coefficiente positivo e significativo in tre dei quattro modelli. In linea con la teoria del Trade-off le

aziende più grandi sono più propense a utilizzare il debito rispetto a quelle più piccole. Questo è dovuto al fatto che maggiore è l'azienda, minori sono i costi finanziari di difficoltà e rischio di fallimento, e il debito risulta essere un'opzione meno costosa per le aziende di maggiori dimensioni. Le aziende più grandi possono essere più diversificate, riducendo così la probabilità di rischio di fallimento e risultare più trasparenti per gli investitori esterni, beneficiando quindi di spread creditizi più bassi.

Infine, all'interno del sottocampione delle imprese private, sono stati analizzati comportamenti delle imprese familiari e non familiari. I risultati sono riportati in tabella 45 e 46.

Le imprese familiari, presentano dei coefficienti per la variabile *controllingshare* positivi ad indicare livelli di debito crescenti con la quota di controllo. Questo risultato potrebbe essere dovuto alla volontà dell'imprenditore proprietario di consolidare il controllo evitando nuove emissioni di equity che andrebbero a diluire la quota di controllo, preferendo dunque il finanziamento tramite debito.

Per le imprese non familiari, si osserva un'opposta tendenza rispetto alle familiari. La presenza di coefficienti negativi per la variabile *controllingshare* suggerisce che all'aumentare della quota di controllo nelle imprese non familiari, si verifica una diminuzione del debito. Questo può essere attribuito a differenti strategie di finanziamento e governance adottate da queste aziende, che potrebbero essere più orientate verso la diversificazione del capitale e l'ottimizzazione della struttura del capitale.

La presenza di investitori istituzionali, come in precedenza, influisce negativamente sui livelli di debito, suggerendo un ruolo di monitoraggio sostitutivo a quello fornito dal debito. Per le imprese private non familiari, si ottiene un coefficiente positivo in corrispondenza della regressione con la variabile *FinancialDebt/Equity*. In questo caso la partecipazione degli investitori istituzionali alla struttura proprietaria favorisce un accesso più agevole al mercato del capitale e apre opportunità per ottenere finanziamenti a condizioni vantaggiose. Inoltre, la loro presenza contribuisce a migliorare la reputazione aziendale, aumentando di conseguenza la capacità dell'azienda di accedere al credito e di ottenere finanziamenti con condizioni più favorevoli.

Tabella 42: Risultati delle regressioni con effetti fissi per l'intero campione di imprese

VARIABLES	(1) FinancialDebt/ Asset	(2) FinancialDebt/ Equity	(3) TotalDebt/ Asset	(4) FinancialDebt/ TotalDebt
controllingshare	0.000 (0.000)	-0.018** (0.007)	-0.001* (0.000)	0.000 (0.000)
InstInv	-0.014*** (0.005)	-0.208 (0.150)	-0.003 (0.006)	-0.021*** (0.006)
Family30	-0.024* (0.014)	-0.746* (0.404)	0.025 (0.017)	-0.038** (0.016)
Roa	-0.545*** (0.035)	-3.950*** (1.286)	-0.879*** (0.045)	-0.266*** (0.042)
LogEtà	0.128*** (0.020)	2.477*** (0.616)	0.190*** (0.025)	0.050** (0.024)
MarketToBook	0.005 (0.004)	0.054 (0.131)	0.043*** (0.005)	-0.031*** (0.005)
logsales	-0.053*** (0.011)	-1.643*** (0.350)	-0.114*** (0.013)	0.023* (0.013)
Constant	0.387*** (0.064)	8.297*** (2.001)	0.967*** (0.081)	0.271*** (0.076)
Observations	2,184	2,141	2,184	2,184
R-squared	0.156	0.030	0.234	0.062
Number of Nfirm	149	149	149	149

Standard errors in parentheses  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tabella 43: Risultati delle regressioni con effetti fissi per le imprese private

VARIABLES	(1) FinancialDebt/ Asset	(2) FinancialDebt/ Equity	(3) TotalDebt/ Asset	(4) FinancialDebt/ TotalDebt
controllingshare	0.000 (0.000)	-0.018** (0.009)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
InstInv	-0.016*** (0.006)	-0.275 (0.177)	-0.006 (0.007)	-0.024*** (0.007)
Family30	-0.028** (0.014)	-0.739* (0.436)	0.019 (0.018)	-0.035** (0.017)
Roa	-0.551*** (0.037)	-3.250** (1.413)	-0.867*** (0.047)	-0.287*** (0.044)
LogEtà	0.093*** (0.024)	3.251*** (0.801)	0.209*** (0.031)	-0.010 (0.028)
MarketToBook	0.005 (0.004)	0.068 (0.143)	0.045*** (0.006)	-0.031*** (0.005)
logsales	-0.068*** (0.012)	-2.267*** (0.433)	-0.162*** (0.016)	0.042*** (0.014)
Constant	0.526*** (0.073)	10.566*** (2.381)	1.181*** (0.093)	0.283*** (0.086)
Observations	1,882	1,839	1,882	1,882
R-squared	0.161	0.033	0.257	0.064
Number of Nfirm	129	129	129	129

Standard errors in parentheses  
 \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tabella 44: Risultati delle regressioni con effetti fissi per le imprese pubbliche

VARIABLES	(1) FinancialDebt/ Asset	(2) FinancialDebt/ Equity	(3) TotalDebt/ Asset	(4) FinancialDebt/ TotalDebt
controllingshare	0.002*** (0.000)	0.003 (0.006)	0.000 (0.000)	0.003*** (0.001)
InstInv	-0.001 (0.008)	0.054 (0.104)	0.012 (0.008)	-0.011 (0.011)
Roa	-0.187 (0.133)	-13.372*** (1.699)	-0.377*** (0.136)	-0.017 (0.186)
LogEtà	0.222*** (0.025)	1.059*** (0.320)	0.134*** (0.026)	0.240*** (0.035)
MarketToBook	-0.011 (0.017)	0.659*** (0.215)	0.016 (0.017)	-0.068*** (0.024)
logsales	0.032* (0.018)	0.495** (0.228)	0.092*** (0.018)	-0.016 (0.025)
Constant	-0.297** (0.128)	-4.190** (1.642)	-0.150 (0.131)	0.136 (0.180)
Observations	302	302	302	302
R-squared	0.266	0.244	0.255	0.203
Number of Nfirm	20	20	20	20

Standard errors in parentheses  
 \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tabella 45: Risultati delle regressioni con effetti fissi per le imprese private familiari

VARIABLES	(1) FinancialDebt/ Asset	(2) FinancialDebt/ Equity	(3) TotalDebt/ Asset	(4) FinancialDebt/ TotalDebt
controllingshare	0.002*** (0.000)	-0.017 (0.013)	0.001** (0.000)	0.001** (0.001)
InstInv	-0.020*** (0.006)	-0.405** (0.178)	-0.018*** (0.007)	-0.025*** (0.007)
Roa	-0.481*** (0.042)	-4.355*** (1.575)	-0.572*** (0.047)	-0.370*** (0.053)
LogEtà	0.020 (0.026)	1.236 (0.803)	0.000 (0.029)	0.022 (0.033)
MarketToBook	-0.013*** (0.005)	0.075 (0.146)	0.003 (0.005)	-0.033*** (0.006)
logsales	-0.010 (0.015)	-1.121** (0.468)	0.015 (0.017)	0.018 (0.019)
Constant	0.237*** (0.087)	6.782** (2.639)	0.508*** (0.095)	0.278** (0.109)
Observations	1,507	1,484	1,507	1,507
R-squared	0.132	0.019	0.113	0.089
Number of Nfirm	106	106	106	106

Standard errors in parentheses  
 \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

Tabella 46: Risultati delle regressioni con effetti fissi per le imprese private non familiari

VARIABLES	(1) FinancialDebt/ Asset	(2) FinancialDebt/ Equity	(3) TotalDebt/ Asset	(4) FinancialDebt/ TotalDebt
controllingshare	-0.001** (0.001)	-0.026 (0.021)	-0.001 (0.001)	-0.002*** (0.001)
InstInv	-0.023 (0.016)	1.289** (0.547)	0.002 (0.022)	-0.026* (0.016)
Roa	-0.681*** (0.079)	-2.187 (3.132)	-1.378*** (0.111)	-0.149* (0.079)
LogEtà	0.265*** (0.062)	12.950*** (2.578)	0.577*** (0.087)	-0.041 (0.061)
MarketToBook	0.037*** (0.012)	0.109 (0.413)	0.104*** (0.017)	-0.013 (0.012)
logsales	-0.082*** (0.025)	-5.430*** (1.119)	-0.295*** (0.035)	0.108*** (0.025)
Constant	0.342* (0.182)	12.396* (6.715)	1.350*** (0.256)	-0.048 (0.181)
Observations	375	355	375	375
R-squared	0.354	0.127	0.612	0.085
Number of Nfirm	39	39	39	39

Standard errors in parentheses  
 \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

## CONCLUSIONI

L'analisi delle relazioni tra la struttura proprietaria e la struttura finanziaria delle società quotate italiane ha fornito interessanti risultati, confermando e smentendo alcune ipotesi iniziali e rivelando importanti implicazioni per il contesto economico e finanziario del Paese.

In primo luogo, l'analisi ha evidenziato che la quota di controllo in mano ai proprietari ha un impatto significativo sulla struttura finanziaria delle aziende. I risultati hanno mostrato una relazione negativa tra la quota di controllo e il livello di indebitamento, suggerendo che aziende con una maggiore partecipazione dei proprietari preferiscono limitare il ricorso al debito esterno. Questo potrebbe essere attribuito a una maggiore capacità dei proprietari di monitorare e influenzare le decisioni aziendali, riducendo così la necessità di finanziamenti esterni.

Anche la presenza di una componente familiare nella struttura proprietaria ha mostrato una correlazione negativa e significativa in tre dei quattro modelli. Ciò suggerisce una gestione finanziaria più conservativa da parte delle aziende a controllo familiare.

D'altra parte, la partecipazione degli investitori istituzionali alla struttura proprietaria è associata a un decremento del debito finanziario, indicando un'avversione al rischio da parte delle istituzioni e l'accesso a forme alternative di finanziamento.

L'analisi preliminare aveva mostrato comportamenti diversi a seconda della natura, pubblica o privata, del detentore della quota di controllo. Per le società pubbliche, gli investitori istituzionali sembrano favorire l'accesso al debito senza prestare particolare attenzione ai livelli di indebitamento. Al contrario, per le società private, la presenza di investitori istituzionali si associa a livelli inferiori di indebitamento, suggerendo una preferenza per aziende con una struttura finanziaria meno rischiosa, andando a sostituire il ruolo di monitoraggio fornito dal debito.

Dalle regressioni emerge che le imprese pubbliche e private rispondono in modo diverso alla struttura proprietaria e alla presenza di investitori istituzionali, con le imprese pubbliche che mostrano una maggiore sensibilità a questi fattori, probabilmente a causa del coinvolgimento dello Stato come principale azionista.

Le imprese familiari tendono ad aumentare il debito finanziario con l'aumento della quota di controllo, mentre per le imprese non familiari si osserva una diminuzione del debito con una maggiore quota di controllo. Ciò suggerisce differenti strategie di finanziamento e governance adottate da queste aziende.

In conclusione, i risultati dell'analisi mostrano che la struttura proprietaria svolge un ruolo significativo nella determinazione della politica finanziaria delle aziende quotate italiane. Il Paese, con la sua lunga tradizione di finanziamento bancario e di controllo familiare, riflette queste dinamiche nella sua struttura economica. La forte presenza di aziende a controllo familiare e l'accesso privilegiato ai finanziamenti da parte di tali aziende evidenziano l'importanza del legame tra struttura proprietaria e struttura finanziaria nel contesto italiano.

## BIBLIOGRAFIA

*Abrardi, Laura & Rondi, Laura. (2023). Italy.*

*Aghion, Philippe, and Jean Tirole. "Formal and Real Authority in Organizations." Journal of Political Economy, vol. 105, no. 1, 1997, pp. 1–29.*

*Ake, Boubakari and Feudjo, Jules, Corporate Governance for the Best Financing Choices: An Empirical Studies from Family Firms in Northern Cameroon (May 28, 2010). International Journal of Economics and Finance, Vol. 2, No. 2.*

*Alexander Aganin and Paolo Volpin, The History of Corporate Ownership in Italy, University of Chicago Press", 2005; 325-366*

*Ampenberger, M., Schmid, T., Achleitner, A.K. and Kaserer, C. (2013), "Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy", Review of Managerial Sciences, Vol. 7 No. 3, pp. 247-275.*

*Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003), "Founding-family ownership, corporate diversification and firm leverage", Journal of Law & Economics, Vol. 46 No. 2, pp. 653-680.*

*Anderson, R.C., Mansi, A.M. and Reeb, D.M. (2003), "Founding family ownership and the agency cost of debt", Journal of Financial Economics, Vol. 68 No. 2, pp. 263-285.*

*Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. The Journal of Finance, 57(1), 1–32*

*Balakrishnan, S., & Fox, I. (1993). Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure. Strategic Management Journal, 14(1), 3–16*

*Bancel F., Mittoo U. R., 2002. The determinants of capital structure choice: a survey of European firms, AFA 2003 Washington, DC Meetings; EFMA 2002 London Meetings*

*Bancel F., Mittoo U. R., 2004. Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms, Financial Management, vol. 33, n. 4, pp. 103-132;*

*Barca, F., Bianco, M., Cannari, L., Cesari, R., Gola, C., Manitta, G., Salvo, G. e Signorini, L.F., (1994b), Assetti proprietari e mercato delle imprese. Volume I. Proprietà, modelli di controllo e riallocazione nelle imprese industriali italiane, Il Mulino, Bologna.*

*Baxter N (1967) Leverage, risk of ruin and the cost of capital. J Finance 22: 395–403*

*Bebchuk, Lucian A. and Kraakman, Reinier H. and Triantis, George G., Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights (2000). Concentrated Corporate Ownership, (R. Morck, ed.), pp. 295-315, 2000, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 249.*

- Bebchuk, Lucian Arye, and Mark J. Roe. "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance." *Stanford Law Review*, vol. 52, no. 1, 1999, pp. 127–70.
- Berger, A.N. and Udell, G.F. (1998) *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, 613-673.
- Berger, P., Ofek, E. and Yermack, D. (1997) *Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions*. *The Journal of Finance*, 52, 1411-1438.
- Berrone, P., Cruz, C. and Gomez-Mejia, L.R. (2012), "Socioemotional wealth in family firms: theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research", *Family Business Review*, Vol. 25, pp. 258-279.
- Bianchi, Marcello & Bianco, Magda. (2006). *Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?*. *SSRN Electronic Journal*.
- Bianco, M. and Nicodano, G. (2006), "Pyramidal groups and debt", *European Economic Review*, Vol. 50 No. 4, pp. 937-961.
- Boubaker, S., Rouatbi, W. and Saffar, W. (2014), "The role of multiple large shareholders in the choice of debt source"
- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). *On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*. *The Journal of Finance*, 39(3), 857–878
- Brailsford, Timothy & Oliver, Barry & Pua, Sandra. (2002). *On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure*. *Accounting and Finance*. 42. 1-26.
- Brav, O. (2009), "Access to capital, capital structure, and the funding of the firm", *Journal of Finance*, Vol. 64 No. 1, pp. 263-308.
- Brounen D., De Jong A., Koedijk K., 2005. *Capital structure policies in Europe: survey evidence*, *Journal of Banking and Finance*, vol. 30, n. 5, pp.1409-1442.
- Censimento permanente delle imprese 2023, ISTAT*
- Centrale Dei Bilanci, Economia e finanza delle imprese italiane, 1982-1996, XI Rapporto, Bancaria Editrice, Roma, 1998.*
- Chung, C.Y. and Wang, K. (2014), "Do institutional investors monitor management? Evidence from the relationship between institutional ownership and capital structure", *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 30, pp. 203-233.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J.P.H. and Lang, L.H.P. (2002), *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*. *The Journal of Finance*, 57: 2741-2771.
- Croci, E., Doukas, J.A. and Gonenc, H. (2011), "Family control and financing decisions", *European Financial Management*, Vol. 17 No. 5, pp. 860-897.

- Crutchley, C.E., Jensen, M.H., Jahera, J.S. Jr. and Raymond, J.E. (1999), "Agency problems and the simultaneity of financial decisions making: the role of institutional ownership", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 8 No. 2, pp. 177-197.
- Daily, C. M., & Dollinger, M. J. (1992). *An Empirical Examination of Ownership Structure in Family and Professionally Managed Firms*. *Family Business Review*, 5(2), 117-136
- De La Bruslerie, H. and Latrous, I. (2012), "Ownership structure and debt leverage: empirical test of a trade-off hypothesis on French firms", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 22 No. 4, pp. 111-130.
- De Miguel, A., Pindado, J. and de la Torre, C. (2005), "How do entrenchment and expropriation phenomena affect control mechanisms?", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13 No. 4, pp. 505-516
- Deesomsak, Rataporn & Paudyal, Krishna & Pescetto, Gioia. (2004). *The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region*. *Journal of Multinational Financial Management*. 14. 387-405.
- Diamond, J. (1989) *Government Expenditure and Economic Growth: An Empirical Investigation*. IMF Working Paper, WP-89-45.
- Documento di economia e finanza 2023 ISTAT*
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston
- Ellul, A. (2010), "Control motivations and capital structure decision"
- Faccio, M., Lang, L.H. and Young, L. (2010), "Pyramiding vs leverage in corporate groups: international evidence", *Journal of International Business Studies*, Vol. 41, pp. 88-104.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt." *The Review of Financial Studies* 15, no. 1 (2002): 1-33
- Frank, Murray and Goyal, Vidhan, (2003), *Testing the pecking order theory of capital structure*, *Journal of Financial Economics*, 67, issue 2, p. 217-248.
- Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal. "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?" *Financial Management*, vol. 38, no. 1, 2009, pp. 1-37

- Friend, I. and Lang, L.H. (1988) An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. The Journal of Finance, 43, 271-281.*
- Gomez-Mejia, Luis & Haynes, Katalin & Núñez-Nickel, M. & Jacobson, K.J.L. & Moyano-Fuentes, José. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-Controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. Administrative Science Quarterly. 52. 106-137.*
- Gottardo, Pietro & Moisello, Anna. (2014). The capital structure choices of family firms Evidence from Italian medium-large unlisted firms. Managerial Finance. 40.*
- Graham J. R., Harvey C. R., 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, Journal of Financial Economics, vol. 60, n. 2-3, pp.187-243.*
- Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart. 1986. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. Journal of Political Economy 94(4): 691-719.*
- Hagelin, N., Holme 'n, M. and Pramborg, B. (2006), "Family ownership, dual-class shares, and risk management", Global Finance Journal, Vol. 16, pp. 283-301*
- Harris, M. and Raviv, A. (1991), "The theory of capital structure", The Journal of Finance, Vol. 46 No. 1, pp. 297-355.*
- Hart, Oliver, and John Moore. "Property Rights and the Nature of the Firm." Journal of Political Economy, vol. 98, no. 6, 1990, pp. 1119–58.*
- Heitor V. Almeida, and Daniel Wolfenzon. "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups." The Journal of Finance, vol. 61, no. 6, 2006, pp. 2637–80.*
- Hermassi, Nadia & Adjaoud, Fodil & Aloui, Chaker. (2015). The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure: Empirical Evidence from Canada. Gestion 2000. 32. 95.*
- Hernández-Cánovas, G., Mínguez-Vera, A. and Sánchez-Vidal, J. (2014), "Ownership structure and debt as corporate governance mechanisms: an empirical analysis for Spanish SMEs", Journal of Business Economics and Management, pp. 1-17,*
- Jensen, G., Solberg, D. and Zorn, T. (1992) Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27, 247-263.*
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. The American Economic Review, 76(2), 323–329.*
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (2000), "Tunnelling", American Economic Review, Vol. 90 No. 2, pp. 22-27.*
- Kraus A., Litzenberger R. (1973), "A State Preference Model of Optimal financial Leverage", Journal of Finance 28, pp. 911–922*

*La finanza d'impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive* Milano, 13 febbraio 2019, Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999), "Corporate ownership around the world", *The Journal of Finance*, Vol. 54 No. 2, pp. 471-517 and World Bank Group (2015), "Protecting minority investors".

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000), "Agency problems and dividend policies around the world", *The Journal of Finance*, Vol. 55 No. 1, pp. 1-33.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. "Investor Protection and Corporate Valuation." *The Journal of Finance* 57, no. 3 (2002): 1147–70.

La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1997. *Legal determinants of external finance*. *Journal of Finance* 52:1131–50.

La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1998. *Law and finance*. *Journal of Political Economy* 106:1113–55.

La Rocca, M., La Rocca, T. and Cariola, A. (2011), "Capital structure decisions during a firm's life cycle", *Small Business Economics*, Vol. 37 No. 1, pp. 107-130.

Leland H.E., Pyle D.H., *Information asymmetries, financial structure and financial intermediation*, *The journal of finance*, vol.32, n.2, pp. 371-387, *Papers and proceeding of the thirty-fifth annual meeting of the american finance association*, Atlantic city, New Jersey, May 1977

Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P. and Xuan, Y. (2013), "Corporate ownership structure and the choice between bank debt and public debt", *Journal of Financial Economics*, Vol. 109 No. 2, pp. 517-534.

Mahrt-Smith Jan, 2005. "The Interaction of Capital Structure and Ownership Structure," *The Journal of Business*, University of Chicago Press, vol. 78(3), pages 787-816.

Margaritis, D. and Psillaki, M. (2010), "Capital structure, equity ownership and firm performance", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, pp. 621-632

Maurizio Dallocchio, Dimitrios Tzivelis, Mario Antonio Vinzia, (2010), *Capital structure: the italian financial market perspective*. *Chinese Business Review*.

MEDIOBANCA, *Dati cumulativi di 1893 società italiane*, 2001.

MEDIOBANCA, *Report Dati cumulativi di 2150 società italiane 2023*.

Merton H. Miller, *from his testimony in Glendale Federal Bank's lawsuit against the U.S. government*, December 1997

Michael C. Jensen, William H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, Volume 3, Issue 4, 1976, Pages 305-360

Michaely, R., Popadak, J. and Vincent, C. (2015), "The deleveraging of US firms and institutional investors' role"

Miller M. H. (1977), "Debt and Taxes", *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, pp. 261-275

Mishra, C.S. and McConaughy, D.L. (1999), "Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt", *Entrepreneurship Theory & Practice*, Vol. 23 No. 4, pp. 53-64

Modigliani F, M.H. Miller, 1958, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297

Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963) *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. *American Economic Review*, 53, 433-443.

Molly, V., Laveren, E. and Deloof, M. (2010), "Family business succession and its impact on financial structure and performance", *Family Business Review*, Vol. 23, pp. 131-147.

Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 Nos 1/2, pp. 293-315

Morck, R., Strangeland, D.A. and Yeung, B. (2000), "Inherited wealth, corporate control and economic growth: the Canadian disease?", in Morck, R.K. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago, IL, pp. 319-372.

Murray Z. Frank, and Vidhan K. Goyal. "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?" *Financial Management* 38, no. 1 (2009): 1–37

Myers S.C., Majluf, N.S. (1984) "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 187–221.

Myers, S. (1977) *The Determinants of Corporate Borrowings*. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.

Myers, Stewart C. "Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, July 1984, pp. 575-592

Nicola Miglietta, *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, 2004, G. Giappichelli Editore – Torino

*Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK" di Ji Sun, Li Ding, Jie Michael Guo, e Yichen Li:*

Pacheco, L. (2022). *Ownership Concentration, Control, and Capital Structure in Family and Non-Family Firms*. *Journal of Small Business Strategy*, 32(3), 113–127.

Paligorova, T. and Xu, Z. (2012), "Complex ownership and capital structure", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18 No. 4, pp. 701-716.

Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). *The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data*. *The Journal of Finance*, 49(1), 3–37.

Piero Sraffa, *The Bank Crisis in Italy*, *The Economic Journal*, Volume 32, Issue 126, 1 June 1922, Pages 178–197

*Proposta Di Legge d'iniziativa dei deputati Fabbri, Pagani, Montroni; Modifiche al regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, in materia di diritti del fallito nella procedura fallimentare; 2016*

*Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) Numero 514 – Ottobre 2019 Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese di Audinga Baltrunaite, Elisa Brodi e Sauro Mocetti*

*Questioni di Economia e Finanza, Le banche locali e il finanziamento dei territori: evidenze per l'Italia (2007-2014), di Maria Lucia Stefani, Valerio Vacca (coordinatori), Daniele Coin, Silvia Del Prete, Cristina Demma, Maddalena Galardo, Iconio Garrì, Sauro Mocetti, Dario Pellegrino*

Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert Vishny, *Investor protection and corporate governance*, *Journal of Financial Economics*, Volume 58, Issues 1–2, 2000, Pages 3-27.

Rajan, R.G. and Zingales, L. (1995), “What do we know about capital structure? Some evidence from international data”, *The Journal of Finance*, Vol. 50 No. 5, pp. 1421-1460.

Rajan, Raghuram G. “Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm’s-Length Debt.” *The Journal of Finance*, vol. 47, no. 4, 1992, pp. 1367–400.

*Rapporto di previsione del Centro Studi Confindustria - primavera 2023, L'economia italiana tra rialzo dei tassi e inflazione alta*

Rodrigo M. Zeidan, Koresh Galil, Offer Shapir; 2017; *Do Ultimate Owners Follow the Pecking Order Theory?* *Quarterly Review of Economics and Finance*, Forthcoming

Ross, S.A. (1977), “The determination of financial structure: the incentive-signalling approach”, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8 No. 1, pp. 23-40.

Rossi, F. (2016), “Corporate governance, risk-taking, and firm performance: evidence from Italy”, *Rivista Bancaria – Minerva Bancaria*, Forthcoming.

Rossi, F., & Cebula, R. J. (2016). *Debt and ownership structure: Evidence from Italy*. *Corporate Governance*, 16(5), 883–905.

Santos, S.M., Moreira, C.A. and Vieira, E.S. (2014), “Ownership concentration, contestability, family firms, and capital structure”, *Journal of Management and Governance*, Vol. 18 No. 4, pp. 1063-1107.

- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H. and Dino, R.N. (2002), *Altruism, agency, and the competitiveness of family firms*. *Manage. Decis. Econ.*, 23: 247-259.
- Schulze, William & Lubatkin, Michael & Dino, Richard & Buchholtz, Ann. (2001). *Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence*. *Organization Science*. 12. 99-116. 10.1287/orsc.12.2.99.10114.
- Shleifer, Andrei, and Daniel Wolfenzon. 2002. "Investor Protection and Equity Markets." *Journal of Financial Economics* 66 (1): 3-27.
- Shyam-Sunder, L. and Myers, S.C. (1999) *Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure*. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244
- Spence, M. (1973). *Job Market Signaling*. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374
- Sun, Ji & Ding, Li & Guo, Jie Michael & Li, Yichen, (2016), "Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK," *The British Accounting Review*, Elsevier, vol. 48(4), pages 448-463
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). *The Determinants of Capital Structure Choice*. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Tucker, J., & Stoja, E. (2011). *Industry membership and capital structure dynamics in the UK*. *International Review of Financial Analysis*, 20(4), 207-214
- Warner, Jerold B. "Bankruptcy Costs: Some Evidence." *The Journal of Finance* 32, no. 2 (1977): 337–47