

# UN'ANALISI DEI PIÙ RECENTI SVILUPPI DELLA TEORIA DEL PECKING ORDER

di Oscar Domenichelli

## 1. Introduzione<sup>1</sup>

La teoria del *pecking order* (PO) o teoria dell'ordine di scelta sembra dominare l'attuale dibattito sulla struttura finanziaria (*capital structure*)<sup>2</sup>, assieme alla teoria del *trade-off*<sup>3</sup>. Tuttavia, la teoria del PO, nei suoi contenuti originari, non sempre riesce a dare conto della varietà osservata nelle politiche di finanziamento delle imprese a livello mondiale<sup>4</sup>. Può essere allora opportuno elaborare un diverso approccio che utilizzi il paradigma del PO in modo estensivo, sulla base dell'esame di diversi e rilevanti lavori.

Nel presente *paper*, il motivo principale per il quale verranno commentati i principali e più recenti apporti sperimentali relativi alla teoria del PO è il seguente: si può identificare una più ampia dimensione concettuale del PO - definibile come teoria "allargata" del PO o PO "allargato" -, in virtù dell'azione, documentabile di volta in volta con diversa robustezza, di specifici fattori legati: alle nuove tecnologie, alle piccole e medie dimensioni delle imprese, ai mercati finanziari dei paesi più sviluppati, alle economie dei paesi in fase di transizione e al ciclo di vita dell'impresa innovativa; tali

---

<sup>1</sup>L'autore desidera ringraziare vivamente il Professor Marco Cucculelli (Università Politecnica delle Marche) per i suggerimenti su una prima versione del lavoro e il Professor Alberto Manelli (Università Politecnica delle Marche) per i commenti sulla bozza finale. Resta ovviamente solo a carico dell'autore la responsabilità di ogni eventuale errore.

<sup>2</sup>Dopo la pubblicazione dei noti articoli di Modigliani e Miller (1958) e Modigliani e Miller (1963), sono stati proposti - in assenza di mercati finanziari perfetti e nonostante l'accoglimento, nell'impianto teorico, del beneficio fiscale del debito - nuovi modelli della struttura finanziaria che sono stati poi oggetto di successive analisi e ricerche empiriche. Per una disamina approfondita delle teorie della struttura finanziaria, con particolare riferimento alla tematica dei costi di agenzia, delle asimmetrie informative e delle interazioni dei mercati degli input/prodotti, si può leggere Harris e Raviv (1991).

<sup>3</sup>Uno studio delle implicazioni della teoria del *trade off* si può leggere in Brealey *et al.* (2006).

<sup>4</sup>Tra le posizioni critiche, anche recenti, nei confronti della teoria del PO, vi sono quelle di Fulghieri e Lukin (2001); Frank e Goyal (2003); e Fama e French (2005).

fattori, influenzando sulle diverse asimmetrie informative esistenti tra management/ soci (attuali) ed altri *stakeholders*, conducono ai seguenti risultati: a) non mettono in discussione l'originaria sequenza del PO (autofinanziamento, titoli di debito, titoli ibridi di debito ed *equity* ed infine azioni); b) modificano l'originaria sequenza o il contenuto dell'ordine di scelta; c) infine, rendono possibile la convivenza di una qualche sequenza gerarchica, accanto ad altri approcci teorici allo studio della struttura finanziaria. Come si cercherà di argomentare, in questo contesto "allargato" il PO mostra una sostanziale validità nello spiegare le politiche finanziarie dell'impresa. Inoltre, accanto agli effetti delle asimmetrie informative, altri fattori concorrono alla determinazione del contenuto della gerarchia finanziaria e verranno spiegati.

Nella prossima parte, dopo avere delineato gli elementi caratterizzanti la teoria originaria o tradizionale del PO, si discuteranno in dettaglio i più recenti contributi empirici che delineano la teoria "allargata" del PO o il PO "allargato", anche relativamente al contesto italiano. Le congetture che si proporranno potrebbero costituire materia per ulteriori studi e indagini applicate, finalizzate soprattutto alla verifica della presenza delle differenti sfaccettature dell'asimmetria informativa (per esempio, tra impresa ed investitori, tra impresa e banche/creditori e tra impresa ed altri soggetti/istituzioni) e del loro effetto sulla sequenza dell'ordine di scelta e quindi della valenza esplicativa di altre teorie della struttura finanziaria. Si evidenzieranno anche altri elementi che concorrono a configurare l'ordine di scelta delle fonti di finanziamento. Nel paragrafo finale verranno indicate le principali conclusioni cui è giunto questo *paper*.

Da un punto di vista metodologico, si chiarisce quanto segue per il prosieguo della trattazione: le asimmetrie informative si riferiscono alla minore conoscenza, in ordine alle attività e opportunità di crescita dell'azienda, che hanno i diversi soggetti, di volta in volta indicati, rispetto agli attuali manager e soci dell'impresa ovvero genericamente rispetto all'impresa stessa. Invece, i costi delle asimmetrie informative vengono sostenuti dagli attuali soci e costituiscono il premio, richiesto dai soggetti "esterni", per il rischio di investire in progetti aziendali per i quali essi ritengono di non disporre di tutte le informazioni rilevanti.

## 2. Dal PO originario al PO "allargato"

La matrice dell'approccio originario del PO è quella dell'effetto di segnalazione che il finanziamento esterno provoca sul mercato, a causa dell'asimmetria informativa esistente tra impresa, da un lato, e potenziali investitori, dall'altro. L'effetto segnalazione nasce grazie ai contributi di

Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). Specificatamente, la teoria del PO è stata formalizzata da Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) che hanno analizzato il caso di un'impresa con determinate attività e un'opportunità di crescita richiedente un nuovo finanziamento ed hanno supposto la presenza di condizioni di mercati finanziari perfetti, eccetto che per la conoscenza, da parte degli investitori, del reale valore delle attività esistenti o della nuova opportunità; pertanto, essi non sono in grado di valutare precisamente i titoli emessi per finanziare i nuovi investimenti: tenuto conto del valore attuale netto dell'opportunità di crescita, se le azioni sono emesse ad un prezzo troppo basso si può realizzare un trasferimento di valore dagli attuali azionisti ai nuovi, ma se le azioni sono sopravvalutate il trasferimento di valore si può determinare nell'altro senso (Myers, 2001). In questo contesto, si evidenzia come la questione dell'asimmetria informativa scoraggi il finanziamento di nuovi progetti con il ricorso ad emissioni azionarie, presupponendo che i manager agiscano nell'interesse degli attuali soci; infatti, l'aumento di capitale sociale potrebbe indicare al mercato il fatto che le azioni della società sono sopravvalutate e quindi un tentativo di trasferire ricchezza dai nuovi ai vecchi azionisti. In una tale circostanza, però, l'azienda non sarebbe in grado di collocare il nuovo *equity* ai prezzi di mercato, ma sicuramente inferiori<sup>5</sup>, talvolta in modo consistente, potendo causare una riduzione della ricchezza dei vecchi azionisti, oltre che un aumento della percentuale di controllo aziendale a favore dei nuovi. La società sarà perciò riluttante ad emettere azioni, se non come ultimo tentativo dopo che fonti meno costose, sotto il profilo della tutela del valore per i soci, saranno state utilizzate o quando i manager riterranno che le azioni siano così sopravvalutate dal mercato che gli azionisti saranno disposti a tollerare una contrazione delle quotazioni<sup>6</sup>. Questo conduce Myers (1984) ad individuare il seguente ordine gerarchico

---

<sup>5</sup> Numerosi studi hanno confermato, per il mercato americano, la circostanza che l'annuncio di un'emissione azionaria riduca immediatamente i prezzi medi delle azioni del 3% (per esempio, tra gli altri: Kolodny e Suler, 1985; Asquith e Mullins 1986; Hess e Bhagat, 1986; Masulis e Korwar, 1986; Mikkelson e Partch, 1986; e Muhtaseb e Philippatos, 1991); mentre, si è registrata una non significativa reazione all'emissione di obbligazioni (Dann e Mikkelson, 1984; Eckbo, 1986; Mikkelson e Partch, 1986; e Akhigbe, Easterwood e Pettit, 1997); e una reazione, rispetto all'emissione di obbligazioni convertibili, che si colloca in mezzo alle prime due (Dann e Mikkelson, 1984; Eckbo, 1986; e Mikkelson e Partch, 1986).

<sup>6</sup> La riduzione nel valore della quotazione delle azioni può essere ricondotta, utilizzando le argomentazioni di Bianco (1997), al premio richiesto dai nuovi finanziatori per compensare eventuali bidoni (*lemons*), cioè per remunerare il rischio di investire in aziende di bassa qualità.

di preferenze<sup>7</sup>:

1. le imprese preferiscono il finanziamento interno;
2. esse adattano il rapporto di distribuzione degli utili-obiettivo alle loro opportunità di investimento, anche se i dividendi sono “vischiosi” e i rapporti di *pay-out*-obiettivo si modificano solo gradualmente in funzione delle opportunità di investimento;
3. le politiche dei dividendi “vischiose” implicano che i flussi di cassa generati internamente siano superiori o inferiori alle necessità di investimento. Se essi sono superiori, l’impresa rimborsa il debito o investe in titoli negoziabili; se essi sono inferiori l’impresa utilizza prima la sua liquidità o vende i suoi titoli negoziabili;
4. se è richiesto finanziamento esterno, le imprese emettono i titoli più sicuri. Essi iniziano cioè con il debito, poi forse proseguono con forme ibride di titoli<sup>8</sup> come le obbligazioni convertibili e poi con l’*equity* come ultima soluzione.

Il risultato di questa gerarchia nella scelta delle fonti di finanziamento è che la parte più consistente di capitale esterno dovrebbe provenire dal debito, il cui costo è inferiore a quello dell’*equity*, anche tenuto conto del costo delle rispettive asimmetrie informative; inoltre, le imprese più profittevoli dovrebbero indebitarsi di meno: questo non perché abbiano un rapporto di indebitamento-obiettivo basso<sup>9</sup>, ma in quanto le imprese più profittevoli dispongono di maggiore autofinanziamento, il cui costo opportunità<sup>10</sup> può essere minore del costo del debito incrementale, sul quale grava l’asimmetria informativa. Al contrario, le imprese meno profittevoli hanno bisogno di maggiori fonti esterne e conseguentemente accumulano debito e, solo come scelta residuale, emettono nuove azioni.

La teoria originaria del PO mostra dunque come le asimmetrie informative, tra management/soci (attuali) e potenziali investitori, possano influenzare le modalità di finanziamento delle imprese; come le altre teorie che trattano della struttura finanziaria, essa sembra funzionare meglio in

---

<sup>7</sup> Già Donaldson (1961) aveva osservato che le imprese che incrementano le fonti di finanziamento non sembrano mirare al conseguimento di un specifica struttura finanziaria-obiettivo, ma piuttosto a scegliere il tipo di capitale secondo un ordine di preferenza: finanza interna, debito ed emissione di azioni.

<sup>8</sup> Sul rapporto tra il PO e l’uso di forme “ibride” di debito/*equity*, anche relativamente all’effetto “segnalazione”, si può leggere, tra i lavori pubblicati più recentemente, per esempio: Burlacu (2000); Bancel e Mitto (2004); e Suchard e Singh (2006).

<sup>9</sup> In effetti, un rapporto di indebitamento-obiettivo non è previsto nella teoria tradizionale del PO.

<sup>10</sup> Operativamente, la stima del costo opportunità dell’autofinanziamento presuppone una chiara conoscenza dell’impiego dell’utile trattenuto in azienda dal momento della sua determinazione (circostanza che non sempre si verifica), al fine di identificare tempestivamente il rendimento di investimenti alternativi che siano comparabili sotto il profilo del rischio; rischio che peraltro non considera le asimmetrie informative, poiché esse non sono presenti nel caso dell’autofinanziamento.

alcune circostanze rispetto ad altre<sup>11</sup>. In effetti, talvolta, i risultati sperimentali emergenti soprattutto dai lavori più recenti appaiono contraddittori e questo dà origine all'elaborazione di un concetto di PO "allargato". Tale impostazione teorica considera l'effetto di specifici fattori che verranno a breve esplicitati. Questi fattori influiscono sulle diverse dimensioni delle asimmetrie informative e, conseguentemente, a seconda dei casi: a) non confutano l'originaria sequenza del PO (autofinanziamento, titoli di debito, titoli ibridi di debito ed *equity* ed infine azioni); b) cambiano la gerarchia tradizionale o le caratteristiche dell'ordine di scelta; c) permettono la compresenza di una qualche forma di sequenza gerarchica, assieme ad altri filoni dottrinali della struttura finanziaria.

La tabella I deriva dall'analisi dei contributi empirici apparsi negli ultimi anni; questa analisi ha permesso di esplicitare cinque specifici fattori legati alle nuove tecnologie, alle piccole e medie dimensioni delle imprese, ai mercati finanziari dei paesi più sviluppati, alle economie dei paesi in fase di transizione e al ciclo di vita dell'impresa innovativa, e inoltre, di evidenziare i principali risultati emersi da questi *papers*.

## 2.1 Le nuove tecnologie

Nel caso di imprese operanti nel campo delle nuove tecnologie l'ordine di scelta si identifica nella seguente sequenza: autofinanziamento, *equity* e debito. Si tratta, dunque, di aziende che mostrano, peraltro analogamente a tutte le altre, una generale preferenza per la fonte interna di finanziamento rispetto a quelle esterne (si veda tra gli altri e più recentemente: Dahlstrand e Cetindamar, 2000; Giudici e Paleari, 2000; e Hyytinen e Pajarinen, 2002); quando però vengono richieste fonti esterne, le imprese appartenenti al settore delle nuove tecnologie tendono ad utilizzare l'*equity* in luogo del debito, specialmente nel primo periodo del loro sviluppo (si veda per esempio: Brewer *et al.*, 1997; e Hyytinen e Pajarinen, 2002). Quindi, la teoria origina-

---

<sup>11</sup> Sembra utile, a questo punto, riportare l'illuminante opinione di Myers (2001, p. 99): "*The theories are not designed to be general. They are conditional theories of capital structure. Each emphasizes certain costs and benefits of alternative financing strategies. Because the theories are not general, testing them on a broad, heterogeneous sample of firms can be uninformative. The researcher may find statistical results 'consistent with' two theories because each works for a subsample. It may be more useful to test a hypothesis distinguishing the subsamples*". Ancora, Shyam-Sunder e Myers (1999, pp. 242-243), pur affermando che nel complesso i risultati del loro lavoro suggerivano una maggiore confidenza nel PO che nel modello di aggiustamento verso un grado di indebitamento-obiettivo, avvertivano della necessità di distinguere maggiormente situazioni e condizioni: "*Two caveats are in order. First, we doubt the pecking order would do as well for a sample of growth companies investing heavily in intangible assets. Second, our models are very simple. For example, our experiments have considered only a few specifications of the tradeoff theory of optimal capital structure*".

ria del PO non funziona bene come spiegazione della struttura finanziaria delle imprese del campo delle nuove tecnologie, soprattutto nel primo stadio della loro crescita. Hogan e Hutson (2005) hanno messo in luce, nel loro studio concernente aziende irlandesi della produzione di software, che in questo caso la parziale inversione della gerarchia finanziaria è imputabile alla presenza di asimmetrie informative tra l'impresa e le banche e non tra l'impresa e i nuovi azionisti, come avviene nel PO originario. In effetti, i costi delle asimmetrie informative a carico del sistema bancario sono elevati (costi che coincidono con la maggiore onerosità finanziaria richiesta sui finanziamenti delle imprese del settore delle nuove tecnologie e che di fatto possono anche escluderne l'effettiva acquisizione), poiché esso non dispone generalmente delle informazioni "private" e competenze necessarie, nonché del richiesto orientamento al rischio per investire in imprese, spesso prive di *assets* da offrire in garanzia, operanti nel campo delle nuove tecnologie. Al contrario, il costo delle asimmetrie informative tra impresa ed investitori di pieno rischio, che in questo caso sono i *venture capitalists*, è irrilevante a causa del coinvolgimento di questi ultimi nel progetto (analisi delle proposte di investimento e dei dati tecnici, continua offerta di consigli e ruolo cruciale nella scelta del management) e della loro specializzazione. In sostanza, quindi, il sistema bancario percepisce il livello di rischio dell'investimento più alto di quanto non sia stimato dai *venture capitalists*.

Tab. 1 - La teoria "allargata" del PO: fattori specifici, contributi empirici e principali risultati emersi

Tipi di fattore	Contributi empirici	Principali risultati
Le nuove tecnologie	Brewer <i>et al.</i> (1997); Hyytinen e Pajarinen (2002); e Hogan e Hutson (2005)	Considerevoli asimmetrie informative tra impresa e banca a fronte di irrilevanti asimmetrie informative tra impresa e <i>venture capital</i> . La sequenza gerarchica è la seguente: autofinanziamento, <i>equity</i> e debito.
Le piccole e medie dimensioni delle imprese	Lopez-Garzia e Aybar (2000); Ou e Haynes (2006); Cassar e Holmes (2003); e Bontempi (2002)	Per le piccole e medie imprese non quotate i "costi" delle asimmetrie informative tra proprietà familiare e/o personale ed investitori "esterni" sono rilevanti e scoraggiano l'emissione di azioni. L'ordine di preferenza è: fonte interna "allargata", debito ed azioni. Non si escludono comportamenti finanziari in linea con altre teorie della <i>capital structure</i> , così come documentato da tempo per l'Italia.
I mercati finanziari dei paesi più sviluppati	Aggarwal e Zong (2006); De Haan e Hinloopen (2003); Gaud <i>et al.</i> (2005); e Gaud <i>et al.</i> (2006)	I mercati finanziari dei paesi più sviluppati dovrebbero essere notevolmente efficienti e quindi la sequenza gerarchica dovrebbe essere scarsamente applicabile. Tuttavia gli esiti delle ricerche empiriche non sempre sono concordanti, avvalorando in taluni casi le potenzialità esplicative del PO originario ed in altri apparendo più deboli sotto questo profilo.

Continua...

...Continua

Le economie dei paesi in fase di transizione	Chen e Strange (2005); Chen (2004); e Delcours (2006)	In Cina non sono presenti asimmetrie informative tra vecchi e nuovi azionisti, per la ancora spesso sostanziale coincidenza tra vecchia e nuova proprietà azionaria (lo Stato), ed il mercato azionario ha raggiunto un certo livello di sviluppo. E' giustificata la sequenza gerarchica: profitti trattenuti, <i>equity</i> e debito. Nei paesi dell'Europa centrale ed orientale il mercato obbligazionario è in fase di sviluppo, mentre le banche offrono soprattutto prestiti a breve termine. I costi informativi dell' <i>equity</i> sono quindi "percepiti" come contenuti, in relazione all'esigenza di finanziare il fabbisogno consolidato delle imprese. L'ordine gerarchico è: utili risparmiati, <i>equity</i> e debito bancario e obbligazionario.
Il ciclo di vita dell'impresa innovativa	Damodaran (2006)	L'ordine di scelta del capitale è influenzato dal peso delle asimmetrie informative, emergenti in ogni fase del ciclo di vita. Essenzialmente l'impresa si rivolge al mercato finanziario quando le altre fonti (interna, il capitale proprio personale e familiare, l'indebitamento bancario e di fornitura ed il <i>venture capital</i> ) sono insufficienti a finanziare il crescente fabbisogno finanziario.

## 2.2 Le piccole e medie dimensioni delle imprese

Come scritto da Lopez-Garzia e Aybar-Arias (2000), l'ordine di scelta nella politica di finanziamento è applicabile alle imprese di più piccole dimensioni (nella sequenza: fonte interna, debiti a breve e lungo termine ed infine nuove emissioni di azioni che diluiscono il controllo), se si utilizza un concetto di fonte interna in senso lato, vale a dire comprendente, oltre all'auto-finanziamento, gli apporti personali dell'imprenditore o dei soci e familiari.

Recentemente Ou e Haynes (2006) hanno confermato, per gli Stati Uniti, il peso della fonte interna nel finanziamento delle piccole imprese diverse da quelle dinamiche, le quali si affidano in modo consistente per la loro crescita al *venture capital* o alle offerte pubbliche. In dettaglio, questi autori hanno individuato il seguente ordine di scelta: fonte interna (vale a dire capitale ottenuto dagli attuali proprietari, loro parenti, nuovi o attuali soci e dai profitti risparmiati); prestito da istituzioni tradizionali (comprendenti banche commerciali, imprese finanziarie, società di intermediazione finanziaria e società di leasing); e non tradizionali (come famiglie, altre imprese ed il governo).

Tentando di identificare i motivi alla base di una gerarchia nelle politiche di finanziamento delle piccole e medie imprese, si può indicare quanto segue: per le piccole e medie imprese di solito non quotate, i "costi" informativi associati ad emissioni azionarie prive di diritto di opzione sono molto elevati, dato che le notizie sul valore delle attività esistenti e delle opportunità di crescita del *business* sono sostanzialmente "riservate" rispetto agli investitori "esterni" ed è pertanto difficile per questi ultimi valutarne correttamente il valore attuale netto. I "costi" informativi, in questo

caso, possono identificarsi nella natura dei patti interni tra vecchi e nuovi soci che favoriscano i secondi (disciplina del diritto di voto, partecipazioni non proporzionali al capitale conferito, ecc.). Pertanto, le piccole e medie imprese ricorrono all'ampliamento della base societaria, mediante emissione di azioni, quando le fonti interne e il debito a breve o lungo termine si dimostrino insufficienti.

Cassar e Holmes (2003), invece, utilizzando un vasto campione di piccole e medie imprese australiane, hanno ottenuto dei risultati che permettono di riconciliare le principali teorie della struttura finanziaria e quindi quella del *trade-off*, dei costi di agenzia e dell'ordine di scelta.

L'operatività del PO è analizzata da molti anni anche in relazione all'Italia, dove gioca un ruolo fondamentale il suo peculiare sistema finanziario. Le imprese italiane, che nella grande maggioranza dei casi sono di piccole e medie dimensioni, sono caratterizzate: dalla talvolta elevata quota di utili trattenuti da parte delle aziende più profittevoli e dal notevole impegno di capitale proprio investito come esito del forte *commitment* ed identificazione nei confronti dell'impresa a carattere personalistico o familiare; dal tradizionale orientamento verso il debito bancario multiplo a breve (spesso come conseguenza della limitata offerta di garanzie reali e/o personali e della consistente presenza delle banche nel sistema finanziario italiano); e dall'avversione per la diluizione del controllo. Esse inoltre subiscono, nel loro auspicabile percorso di sviluppo, gli effetti negativi dei mercati finanziari italiani deboli e quindi inefficienti che, solo a partire dalla fine degli anni '90 del secolo scorso, hanno conosciuto una crescita quantitativa e qualitativa, sia pure parziale.

Gli effetti del sistema finanziario italiano e delle medio-piccole dimensioni delle imprese italiane sulla politica di finanziamento di queste ultime sono stati studiati alcuni anni fa da Bontempi (2002): l'autrice ha testato empiricamente la teoria del "PO modificato"<sup>12</sup> ed ha indicato la presenza di una particolare tipologia di impresa italiana che in realtà è un mix di due componenti: l'impresa del tipo "*trade-off*" che ha un livello di indebitamento ottimale di lungo periodo verso il quale essa converge; e l'impresa del tipo "PO" per la quale la disponibilità di breve periodo di fonti interne di finanziamento finisce per interferire con il processo di aggiustamento verso il *leverage*-obiettivo. Come sottolineato dalla stessa autrice, uno degli aspetti importanti della ricerca, dato che sia il modello del *trade-off*, sia quello del PO hanno valenza applicativa, è quello di fornire lo stimolo per ulteriori analisi empiriche relative ad altri contesti istituzionali (possibil-

---

<sup>12</sup> "A story based on asymmetric information and expanded by adding those elements of the *trade-off* which have clear empirical support" (Myers, 1984, p. 589).



mente simili all'Italia, come la Francia o la Spagna), al fine di verificare in quali situazioni l'uno possa divenire più rilevante dell'altro. Si può ritenere, innanzitutto, che i risultati del lavoro di Bontempi (2002) non siano in marcato contrasto con la sequenza originaria del PO, se si considera principalmente il debito bancario e di fornitura tra le fonti esterne di capitale; inoltre, le elevate imposte a carico delle imprese italiane, per un verso, e la tendenza all'aumento del debito (soprattutto bancario multiplo) e quindi del rischio di insolvenza, per l'altro, potrebbero motivare un'assidua ricerca di un *leverage* ottimale, come predetto dalla teoria del *trade-off*.

È interessante notare come il risultato del lavoro di Bontempi (2002) sia sostanzialmente in linea con gli studi italiani meno recenti sulla struttura finanziaria; essi hanno documentato la rilevanza per le imprese italiane di più approcci teorici ed in particolare di quelli del *trade-off* e dell'ordine di scelta. Per esempio, Bonato *et al.* (1993) hanno sottolineato, sotto il profilo delle implicazioni della teoria del *trade-off*, la compatibilità della struttura finanziaria delle imprese italiane con le dinamiche legate alla tassazione d'impresa e ai costi di fallimento; mentre dal punto di vista della presenza della gerarchia finanziaria, gli autori hanno mostrato, in particolare, il ruolo prioritario dell'autofinanziamento nel coprire gli investimenti e la correlazione negativa tra profitti e indebitamento. In coerenza con le conclusioni della ricerca di Bonato *et al.* (1993), Buttignon e De Leo (1994) hanno appurato la forte correlazione negativa tra redditività operativa e indebitamento a breve e a lungo termine e quindi l'importanza dei fondi generati internamente, per effetto della gestione operativa, quali strumenti di finanziamento degli impieghi marginali. Peraltro, l'importanza della teoria della sequenza gerarchica è stata ribadita più recentemente dal *paper* di Bigelli *et al.* (2001), con riferimento alle imprese italiane quotate.

### *2.3 I mercati finanziari dei paesi più sviluppati*

In genere, i sistemi finanziari dei paesi più sviluppati sono caratterizzati da mercati finanziari piuttosto efficienti o altamente efficienti, come nel caso degli Stati Uniti o del Regno Unito. Quindi ci si potrebbe aspettare una minore applicabilità della sequenza gerarchica originaria, data la maggiore diffusione delle informazioni sul valore delle attività esistenti o delle opportunità di crescita, concernenti le imprese quotate. A questo proposito, gli esiti delle recenti ricerche non sempre sono concordanti.

Sul fronte dei sostenitori del principio della gerarchia finanziaria, vi sono Aggarwal e Zong (2006). Questi autori hanno concorso ad avvalorare le potenzialità esplicative del PO originario nei paesi più industrializzati (USA, Regno Unito, Giappone e Germania), poiché Essi hanno scoperto che i livelli di investimento sono significativamente influenzati in modo

positivo dai livelli di autofinanziamento e che questo legame cresce all'aumentare del grado dei vincoli finanziari incontrati dalle aziende (per esempio in termini di costi di accesso al capitale esterno). Questo indica, indipendentemente dalle caratteristiche mercato-centriche (USA e Regno Unito) o banco-centriche (Giappone e Germania) degli stati in cui sono locate le imprese analizzate, una minore predilezione per la finanza esterna rispetto a quella interna, in coerenza con la teoria originaria del PO.

Anche De Haan e Hinloopen (2003) hanno documentato, nel caso di un campione di imprese olandesi, la presenza di una gerarchia nella scelta del capitale simile a quella del PO originario e precisamente: a) autofinanziamento, b) prestiti bancari, c) emissioni di azioni e d) emissioni di obbligazioni. La differenza più rilevante, rispetto a quanto previsto dalla sequenza originaria del PO, è l'inversione nell'ordine di preferenza tra *share* e *bond*. Questa bassa preferenza per le obbligazioni va probabilmente ascritta al relativo scarso livello di sviluppo del mercato olandese dei titoli obbligazionari, emessi dalle imprese.

Più deboli appaiono invece i risultati di altri recenti saggi, sotto il profilo della presenza del PO originario. Per esempio, Gaud *et al.* (2005) ravvisano la necessità di distinguere situazione da situazione. Infatti, Essi hanno evidenziato, per un campione di 104 imprese svizzere, che le dimensioni delle imprese e i beni materiali posseduti sono legati positivamente al rapporto di indebitamento, mentre la crescita e la profittabilità sono associate negativamente al *leverage*. Si tratta di conclusioni molto simili a quelle cui sono pervenuti Rajan e Zingales (1995) e talvolta sembrano ambigue.

In effetti, la relazione positiva tra rapporto di indebitamento e dimensioni delle imprese, e *leverage* e attività tangibili possedute può indicare sia la presenza di imprese che seguono le prescrizioni del *trade-off* per i minori rischi di fallimento percepiti, sia la presenza di imprese orientate al PO tradizionale nel quadro dell'ipotesi di preferenza del debito sull'*equity*. Invece, la relazione negativa tra crescita e profittabilità, da un lato, e *leverage* dall'altro sembra più chiaramente riconducibile ad una sequenza gerarchica<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> E' interessante sottolineare che la relazione negativa tra profittabilità e grado (o rapporto) di indebitamento è concettualmente compatibile con il principio della "manovra della leva finanziaria", il cui obiettivo è quello di massimizzare la redditività netta (variabile effetto) agendo sul grado di indebitamento (variabile causa) (Pochetti, 2001). In effetti, come emerge dal caso discusso, qui il rapporto di causa-effetto esistente tra le variabili in gioco è invertito, nel senso che è l'aumento della redditività netta o comunque della profittabilità a provocare una diminuzione del *leverage*. Inoltre, in termini di "manovra della leva finanziaria", si può sostenere che l'aumento del grado di indebitamento possa provocare la riduzione della redditività netta, a condizione che il rendimento del capitale investito sia inferiore al costo del debito; peraltro, una tale circostanza può verificarsi allorché il costo delle asimmetrie informative a carico del debito e quindi il rendimento richiesto dai creditori siano particolarmente significativi.

In dettaglio, interpretando comunque le relazioni appena esposte in termini di gerarchia finanziaria, si può argomentare che per le imprese di grandi dimensioni, con accesso sia ai mercati azionari che obbligazionari, sembra esserci una preferenza per l'indebitamento, quando esse necessitano di finanziamenti esterni, per sopperire al costo delle asimmetrie informative legate all'*equity*; similmente, per le imprese con attività tangibili la predilezione per il debito potrebbe nascere anche dal basso costo delle asimmetrie informative tra impresa e banca, dato che questa ultima non deve necessariamente possedere conoscenze tecniche del *business* finanziato, potendo facilmente rivalersi, in caso di insolvenza dell'azienda, sui suoi beni oggetto di garanzia. Al contrario, per le imprese con elevato potenziale di crescita, ma probabilmente più rischiose, l'indebitamento può costituire una risorsa più costosa dell'*equity* da un punto di vista informativo; in effetti, quando il capitale interno si rivela insufficiente per le esigenze di primo sviluppo, grava sul debito (soprattutto bancario), come già argomentato nel caso del lavoro di Hogan e Hutson (2005), un costo informativo relativamente alto, rispetto al capitale apportato da *venture capitalists*; analogamente, le imprese più redditizie si indebitano meno in quanto dispongono più abbondantemente della fonte interna, il cui costo opportunità può essere inferiore ai costi del debito e dell'*equity*.

Più recentemente, Gaud *et al.* (2006), utilizzando un campione molto ampio di 5.000 imprese europee<sup>14</sup> hanno ribadito l'utilità di assumere le implicazioni della gerarchia finanziaria accanto a quelle di altre teorie della *capital structure*. Principalmente Essi hanno evidenziato, in primo luogo, un'assenza di limite inferiore di acquisizione del debito, mentre le imprese si preoccupano di non oltrepassare un limite superiore. In secondo luogo, coerentemente con la teoria dei costi di agenzia (Jensen e Meckling, 1976 e Jensen, 1986), Gaud *et al.* (2006) hanno affermato la preferenza delle aziende più redditizie ad aumentare i dividendi piuttosto che a ridurre i livelli di debito (ciò in contrasto con il PO) e che, quando vi è carenza di progetti di investimento profittevoli, il debito consente di disciplinare il comportamento dei manager (infatti, le imprese preferiscono indebitarsi e aumentare la distribuzione degli utili). Infine, l'autofinanziamento, quando è disponibile, è tuttavia privilegiato come fonte di copertura di nuovo fabbisogno.

---

<sup>14</sup> Si tratta dei seguenti paesi: Regno Unito, Francia, Germania, Svezia, Italia, Olanda, Svizzera, Norvegia, Danimarca, Spagna, Belgio e Finlandia, cui si aggiunge l'Australia.

## 2.4 Le economie dei paesi in fase di transizione

Nell'ambito del controllo della validità della teoria originaria del PO nel contesto dei paesi in fase di transizione economica, occorre considerare il caso della Cina e quello dei paesi dell'Europa centrale e orientale.

Per le imprese cinesi quotate, se per un verso la redditività è il più forte ed altamente significativo fattore influenzante il comportamento finanziario (Chen e Strange, 2005), per l'altro, come evidenziato da Chen (2004), opera un "nuovo PO", nel quale l'ordine di priorità è: profitti trattenuti, *equity* e debito.

Questo modello di PO trova giustificazione alla luce delle peculiarità dell'economia cinese che è appunto in fase di transizione. Infatti, accanto ad un certo sviluppo dei mercati azionari, si assiste ancora al forte controllo pubblico da un punto di vista economico e finanziario, per cui lo Stato è il principale azionista delle imprese. Essenzialmente, il "nuovo PO" cinese è caratterizzato, non solo dal reddito trattenuto in azienda che nella sua acquisizione è privo di costi informativi, ma anche dalla disponibilità di *equity* pubblico, reperibile senza il sostenimento dei costi informativi citati dalla teoria del PO tradizionale, essendoci sostanziale coincidenza tra vecchi e nuovi azionisti, cioè lo Stato cinese.

Sempre al di fuori delle realtà dei paesi dell'Occidente, per i paesi dell'Europa centrale ed orientale (in particolare, la Polonia, la Federazione Russa, la Repubblica Ceca e la Slovacchia), l'evidenza empirica dimostra, similmente al caso cinese, la presenza di un "PO modificato" riconducibile a questa sequenza: utili risparmiati, *equity*, debito bancario e se necessario obbligazionario (Delcours, 2006). In linea con il caso precedente, è la natura delle economie in fase di transizione di questi paesi a modificare l'originaria sequenza del PO. Specificatamente, nella maggior parte dei paesi dell'Europa centrale ed orientale, il mercato obbligazionario è ancora in fase di sviluppo e le banche offrono alle aziende soprattutto prestiti a breve termine piuttosto che a lungo termine, conseguentemente le imprese sono costrette ad utilizzare il capitale proprio per finanziare il fabbisogno di capitale immobilizzato. Quindi i manager preferiscono l'*equity* al debito, perché il primo è visto come una fonte i cui costi informativi sono "percepiti" come contenuti, rispetto al fabbisogno finanziario incrementale da coprire, mentre gli utili risparmiati sono collocati all'inizio della gerarchia finanziaria, in quanto privi di costi informativi di acquisizione.

## 2.5 Il ciclo di vita dell'impresa innovativa

Il ciclo di vita dell'impresa innovativa, sotto il profilo del prodotto o dell'impiego di una nuova tecnologia di produzione, permette di costrui-

re una versione “allargata” del PO originario, in senso evolutivo. Infatti, in ogni stadio di sviluppo dell'impresa la politica di finanziamento è guidata dall'obiettivo di minimizzare i costi delle asimmetrie informative tra impresa ed altri *stakeholders*. A questo proposito ci si può avvalere, interpretandolo ed integrandolo opportunamente, dello schema predisposto da Damodaran (2006).

In dettaglio, nella fase costitutiva l'impresa di piccole dimensioni può probabilmente fare affidamento, per la copertura di un fabbisogno finanziario relativamente contenuto, sul capitale personale e familiare apportato e ricorrere al prestito bancario, in assenza di profitti da investire: in questa fase, i costi dell'asimmetria informativa tra impresa e potenziali azionisti ed impresa e sistema bancario sono elevati; tuttavia – come si argomenterà anche nell'ultima parte di questa sezione –, i fondatori verosimilmente preferiscono chiedere danaro alle banche, perché ciò consente loro di mantenere il pieno controllo. Quando però l'impresa si sviluppa rapidamente ed aumentano i rischi per gli investitori, i conferimenti personali e familiari ed il prestito bancario non sono più sufficienti a finanziare un fabbisogno che cresce esponenzialmente; l'azienda si rivolge allora ai *venture capitalists*, prima di dare luogo ad un'offerta pubblica iniziale ed in sostituzione di nuovo debito che produrrebbero costi di asimmetria informativa più elevati: infatti, i generici azionisti, così come i potenziali creditori, non possiedono la competenza e conoscenza dei *venture capitalists* che invece possono valutare più correttamente, di quanto non riescano a fare le altre tipologie di finanziatori, qual è il valore attuale soprattutto delle opportunità di crescita dell'impresa<sup>15</sup>. Nello stadio successivo della forte crescita si rendono necessarie probabilmente più offerte pubbliche dopo quella iniziale, oltre che, prioritariamente, emissioni di tipo obbligazionario, i cui costi informativi sono minori di quelli dell'*equity*. Pertanto, l'impresa si rivolge al mercato finanziario come ultima alternativa possibile quando l'autofinanziamento, il capitale personale e familiare, l'indebitamento bancario e di fornitura, ed il *venture capital*, il cui apportatore aspira comunque a rientrare con profitto dalla sua partecipazione, si rivelano insufficienti. Malgrado questo, l'impresa minimizza gli oneri informativi della relazione con il mercato finanziario, ed in particolare con i potenziali azionisti, se il *business* in crescita avrà comunicato, nel tempo, fiducia nella realizzazione di futuri *capital gains* e quindi le azioni potranno essere emesse a prezzi soddisfacenti tanto per i vecchi che per i nuovi azionisti. Nella fase di maturità l'esuberanza degli utili rispetto alle esigenze di finanziamento rende possibile la fissazione di elevati rapporti di *pay-out* e in quella di declino si provvede a rimborsare

---

<sup>15</sup> Si veda quanto spiegato nel paragrafo 2.1.

tutti i finanziatori dell'azienda, sia di rischio limitato che di pieno rischio. E' appena il caso di osservare che, in queste ultime due fasi, perde progressivamente di significato la problematica delle asimmetrie informative, perché l'impresa non ha più bisogno di raccogliere alcun nuovo capitale.

## 2.6 Altri fattori influenzanti la sequenza gerarchica

L'analisi dei precedenti paragrafi ha riguardato gli effetti di specifici fattori sulle asimmetrie informative che, a loro volta, determinano i contenuti delle politiche finanziarie delle imprese, nell'ambito dell'impostazione "allargata" del PO utilizzata in questo *paper*.

Tuttavia, altri elementi sono all'opera e concorrono, insieme alle asimmetrie informative, a configurare le caratteristiche dell'ordine di scelta; si tratta di due questioni che risultano particolarmente rilevanti per gli obiettivi di questo lavoro: il ruolo del controllo e quello dei fattori istituzionali.

Innanzitutto, la questione del controllo provoca impatti diversi sulla gerarchia finanziaria, a seconda della tipologia di azienda considerata. Nelle piccole e medie imprese la possibilità di diluizione del controllo enfatizza la preferenza per l'*equity* interno in senso lato, composto cioè da autofinanziamento, apporti personali e familiari. Inoltre, per le imprese utilizzatrici di tecnologie innovative occorre effettuare questa distinzione: nella fase costitutiva, il desiderio di mantenere il controllo del *business* è ancora importante, ma sopperisce poi dinanzi alle esigenze di espansione produttiva e commerciale, tipiche della fase di rapido sviluppo, rafforzando la propensione al *venture capital*.

Per quanto riguarda i fattori istituzionali, bisogna richiamare la discussione del caso cinese (Chen, 2004). In Cina, infatti, i fattori istituzionali sostengono la gerarchia finanziaria delle imprese di questo Paese, vale a dire la sequenza: profitti trattenuti, *equity* e debito. Lo Stato cinese è il beneficiario delle imposte, il proprietario di banche ed imprese, mentre il sistema normativo della Cina si caratterizza per una scarsa tutela dei diritti dei creditori, rispetto a quelli degli azionisti. Tutto questo provoca una serie di importanti conseguenze. In primo luogo, si può ritenere che l'utilizzo dello scudo fiscale si riveli un "gioco a somma zero", poiché i benefici del risparmio fiscale, di cui si appropria principalmente l'azionista/Stato, si traducono sostanzialmente in minori imposte che affluiscono nelle casse dello Stato stesso e ciò rende meno appetibile l'uso del debito. In secondo luogo, l'accesso delle imprese all'indebitamento bancario di lungo termine è generalmente complesso, perché strettamente controllato dal potere pubblico. Infine, il rischio di insolvenza è alto anche in relazione ai diritti riconosciuti ai creditori: a questi ultimi non sono attribuiti poteri di controllo

in fase di liquidazione a seguito di dissesto, mentre agli azionisti ed alle agenzie statali vengono assegnati eccessivi poteri nell'ambito delle procedure fallimentari. Pertanto, le difficoltà operative di tipo istituzionale, che gravano sul debito, finiscono per ribadire la preferenza per il capitale di pieno rischio esterno su quello di rischio limitato.

### 3. Conclusioni

L'analisi della letteratura empirica più recente permette di configurare in maniera diversa e più estesa la teoria del PO rispetto al suo approccio originario. Questo orientamento, definito come teoria "allargata" del PO o PO "allargato", verte sull'azione, peraltro non sempre documentabile con la medesima forza, di specifici fattori relativi: alle nuove tecnologie, alle piccole e medie dimensioni delle imprese, ai mercati finanziari dei paesi più sviluppati, alle economie dei paesi in fase di transizione e al ciclo di vita dell'impresa innovativa. Si è messo in evidenza che tali fattori, influenzando sulle diverse asimmetrie informative esistenti tra management/soci ed altri *stakeholders*, conducono ai seguenti risultati: a) non confutano l'originaria gerarchia del PO (autofinanziamento, titoli di debito, titoli ibridi di debito ed *equity* ed infine azioni); b) rettificano la tradizionale successione o contenuto dell'ordine di scelta; c) infine, giustificano la convivenza di una qualche sequenza gerarchica, accanto ad altri approcci teorici allo studio della struttura finanziaria. Qui di seguito si riportano, più dettagliatamente, i principali risultati cui si è arrivati.

Nel caso delle imprese operanti nel campo delle nuove tecnologie, che si trovano nel primo periodo del loro sviluppo, sono considerevoli le asimmetrie informative tra azienda e banca che è priva di specifiche competenze e conoscenze del *business* innovativo dell'impresa, la quale è peraltro spesso sprovvista di elementi patrimoniali da offrire in garanzia; mentre i costi informativi tra *venture capitalist* e azienda sono irrilevanti, dati il coinvolgimento del primo nella gestione aziendale e la sua specializzazione; questo porta al seguente ordine di scelta: autofinanziamento, *equity* e debito.

Per le piccole e medie imprese di solito non quotate sono notevoli i "costi" delle asimmetrie informative tra proprietà personale e/o familiare e gli eventuali investitori "esterni", relativamente alla qualità del *business*; tali "costi" sono riconducibili alla natura degli accordi tra vecchi e nuovi soci che favoriscano i secondi. Conseguentemente, l'ordine di acquisizione del capitale è: fonte interna "allargata" (cioè autofinanziamento, apporti personali dell'imprenditore o dei soci e familiari), debito ed emissioni di azioni. Talvolta, accanto alla sequenza gerarchica sono riscontrabili comportamenti finanziari associati al *trade-off* e ai costi di agenzia. Per le piccole

e medie imprese italiane è da tempo documentata la coesistenza di più approcci teorici e in particolare di quello del *trade-off* e della gerarchia nella scelta delle fonti.

Nel caso di ricerche concernenti imprese dei paesi più sviluppati, anche se la generale maggiore efficienza dei mercati finanziari cui esse si rivolgono dovrebbe comportare una minore applicabilità della sequenza gerarchica originaria, per le minori asimmetrie informative, gli esiti delle analisi talvolta avvalorano le potenzialità esplicative del PO originario (USA, Regno Unito, Giappone e Germania) o varianti di esso (Olanda); altre volte, i risultati di recenti saggi appaiono invece più deboli sotto il profilo della presenza del PO originario, sia per la possibile giustificazione tanto del *trade-off*, quanto del PO tradizionale (Svizzera), sia per l'utilità di considerare le implicazioni della sequenza gerarchica assieme a quelle di altre teorie della *capital structure* (Europa).

Per le imprese appartenenti ad economie in fase di transizione, occorre distinguere la Cina dai paesi dell'Europa centrale ed orientale. In Cina, il mercato azionario ha raggiunto un certo livello di sviluppo, ma lo Stato controlla ancora fortemente le imprese e ciò implica la possibilità di acquisizione di *equity* senza costi informativi, per la sostanziale coincidenza tra vecchi e nuovi azionisti; in questa circostanza, la sequenza di raccolta del capitale è: profitti trattenuti, *equity* e debito. Nei paesi dell'Europa centrale ed orientale, il mercato obbligazionario è ancora in fase di sviluppo e le banche offrono soprattutto prestiti a breve termine; quindi il capitale proprio è la principale fonte per il finanziamento del fabbisogno consolidato, poiché i suoi costi informativi sono "percepiti" come contenuti in relazione alla necessità di coprire i nuovi investimenti immobilizzati; ne risulta la seguente sequenza: utili risparmiati, *equity*, debito bancario e se necessario obbligazionario.

In merito al ciclo di vita dell'impresa innovativa, l'ordine di preferenza nell'acquisizione delle diverse tipologie di capitale è influenzato dal peso delle asimmetrie informative emergenti in ogni stadio di sviluppo. Questo PO "allargato" dinamico prevede, essenzialmente, che l'azienda si rivolga al mercato finanziario solo come ultima scelta dopo che le altre fonti - interna, il capitale proprio personale e familiare, l'indebitamento bancario e di fornitura ed il *venture capital*, il cui soggetto conferente mira comunque a rientrare con profitto dalla sua partecipazione - si mostrino non commisurate alle effettive esigenze.

Infine, altri fattori, in particolare relativi al controllo e di tipo istituzionale, concorrono con le asimmetrie informative, a determinare le caratteristiche ed i contenuti delle gerarchie finanziarie concretamente osservate.



## Bibliografia

- Aggarwal, R e S. Zong (2006). "The cash flow-investment relationship: International evidence of limited access to external finance", in *Journal of Multinational Financial Management*, 16, 89-104.
- Akhigbe, A., J. C. Easterwood e R. R. Pettit (1997). "Wealth effects of corporate debt issues: the impact of issuer motivations", in *Financial Management*, 26 (1), 32-47.
- Asquith, P. e D. W. Mullins jr (1986). "Equity issues and offering dilution", in *Journal of Financial Economics*, 15 (2), 61-89.
- Bancel, F. e U. R. Mittoo (2004). "Why do European firms issue convertible debt?", in *European Financial Management*, 10 (2), 339-374.
- Bianco, M. (1997). "Vincoli finanziari e scelte reali delle imprese italiane: gli effetti di una relazione stabile con una banca", in Angeloni I., V. Conti e F. Passacantando (a cura di), *Le banche e il finanziamento delle imprese*, Società Editrice Il Mulino, Bologna.
- Bigelli, M., S. Mengoli e S. Sandri (2001). "I fattori determinanti la struttura finanziaria delle imprese italiane: una verifica empirica sulle società quotate", in *Finanza, Marketing e Produzione*, 3-4 (seconda parte), 71-93.
- Bonato, L., R. Hamau e M. Ratti (1993). "Come spiegare la struttura finanziaria delle imprese italiane?", in *Politica Economica*, a. IX, n. 1, 49-99.
- Bontempi, M. E. (2002). "The dynamic specification of the modified pecking order theory: its relevance to Italy", in *Empirical Economics*, 27, 1-22.
- Brealey, R. A., S. C. Myers, F. Allen e S. Sandri, (2006). "Principi di finanza aziendale", Quinta edizione, McGraw-Hill, Milano.
- Brewer, E., H. Genay, W. E. Jackson e P. R. Worthington (1997). "The securities issues decisions: evidence from small business investment companies", working paper, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Burlacu, R. (2000). "New evidence on the pecking order hypothesis: the case of French convertible bonds", in *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 439-459.
- Buttignon, F. e F. De Leo (1994). "I fattori determinanti la struttura finanziaria: analisi empirica nel caso italiano", in *Finanza, Imprese e Mercati*, a. VI, n. 1, 3-23.
- Cassar, G. e S. Holmes (2003). "Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence", in *Accounting and Finance*, 43, 123-147.
- Chen, J. J. (2004). "Determinants of capital structure of Chinese-listed companies", in *Journal of Business Research*, 57, 1341-1351.
- Chen, J. e R. Strange (2005). "The determinants of capital structure: evidence from Chinese listed companies", in *Economic Change and Restructuring*, 38, 11-35.
- Dahlstrand, A. L. e D. Cetindamar (2000). "The dynamics of innovation financing in Sweden", in *Venture Capital*, 2 (3), 203-221.
- Damodaran, A. (2006). "Financing choices across the life cycle", in Finding the right financing mix: the capital structure decision, [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/cflect.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/cflect.htm)
- Dann, L. Y. e W. H. Mikkelson (1984). "Convertible debt issuance, capital structure change and financing-related information: some new evidence", in *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 157-186.
- De Haan, L. e J. Hinloopen (2003). "Preference hierarchies for internal finance, bank loans, bond, and share issues: evidence for Dutch firms", in *Journal of Empirical Finance*, 10, 661-681.
- Delcours, N. (2006). "The determinants of capital structure in transitional economies", in *International Review of Economics and Finance*, articolo in stampa.
- Donaldson, G. (1961). "Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determinants of corporate debt capacity", Harvard Business School, Boston.
- Eckbo, B. E. (1986). "Valuation effects of corporate debt offerings", in *Journal of Financial*

*Economics*, 15 (1/2), 119-151.

Fama, E. F. e K. R. French (2005). "Financing decisions: who issues stock", in *Journal of Financial Economics*, 76, 549-582.

Frank, M. Z. e V. K. Goyal (2003). "Testing the pecking order theory of capital structure", in *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.

Fulghieri, P. e D. Lukin (2001). "Information production, dilution costs, and optimal security design", in *Journal of Financial Economics*, 61, 3-42.

Gaud, P., E. Jani, M. Hoesli e A. Bender (2005). "The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data", in *European Financial Management*, 11 (1), 51-69.

Gaud, P., M. Hoesli e A. Bender (2006). "Deb-equity choice in Europe", in *International Review of Financial Analysis*, doi: 10.1016/j.irfa.2006.08.003, articolo in stampa.

Giudici, G. e S. Paleari (2000). "The provision of finance to innovation: a survey conducted among Italian technology-based small firms", in *Journal of Small Business Economics*, 14 (1), 37-53.

Harris, M. e A. Raviv (1991). "The theory of capital structure", *Journal of Finance*, 46, 297-355.

Hess, A. C. e S. Bhagat (1986). "Size effects of seasoned stock issues: empirical evidence", in *Journal of Business*, 59 (4), 567-584.

Hogan, T. e E. Hutson (2005). "Capital structure in new technology-based firms: evidence from the Irish software sector", in *Global Finance Journal*, 15, 369-387.

Hyytinen, A. e M. Pajarinen (2002). "Financing of technology intensive small business: some evidence from the ICT industry", The Research Institute of the Finnish Economy, Discussion paper N. 813.

Jensen, M. C (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", in *American Economic Review*, May, 76 (2), 323-329.

Jensen, M. C e W. H. Meckling (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", in *Journal of Financial Management*, 3 (4), 305-360.

Kolodny, R. e D. R. Suhler (1985). "Changes in capital structure, new equity issues, and scale effect", in *Journal of Financial Research*, 8 (2), 127-136.

Leland, H e D. Pyle (1977). "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation", in *Journal of Finance*, 32, 371-387.

Lopez-Garzia J. e C. Aybar-Arias (2000). "An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies", in *Small Business Economics*, 14, 55-63.

Masulis, R. W. e A. N. Korwar (1986). "Seasoned equity offerings: an empirical investigation", in *Journal of Financial Economics*, 15 (1/2), 91-118.

Mikkelsen, W. H. e M. M. Partch (1986). "Valuation effects of security offerings and the issuance process", in *Journal of Financial Economics*, 15 (1/2), 31-60.

Modigliani, F e M. H. Miller, (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", in *American Economic Review*, 48 (3), 261-297.

Modigliani, F e M. H. Miller, (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", in *American Economic Review*, 53 (3), 443-453.

Muhtaseb, M. R e G. C. Philippatos (1991). "Determinants of stock price reaction to announcement of equity financing by U.S. firms", in *Applied Financial Economics*, 1 (2), 61-69.

Myers, S. C. (1984). "The capital structure puzzle", in *Journal of Finance*, 39, July, 575-592.

Myers, S. C e N. S. Majluf (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", in *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.

Myers, S. C. (2001). "Capital structure", in *Journal of Economic Perspective*, 15 (2), Spring, 81-102.

Ou, C. e G. W. Haynes (2006). "Acquisition of additional equity capital by small firms – findings from the national survey of small business finance", in *Small Business Economics*, 27, 157-168.

Pochetti, G. (2001). *Finanza Aziendale. Le funzioni finanziarie d'impresa*, in A. Manelli (a cura di), UTET, Torino.

Rajan, R. G. e L. Zingales (1995). "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", in *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.

Ross, S. A. (1977). "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", in *The Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.

Suchard, J. e M. Singh (2006). "The determinants of the hybrid security issuance decision for Australian firms", in *Pacific-Basin Finance Journal*, 14, 269-290.

Shyam-Sunder, L. e S. C. Myers (1999). "Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure", in *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.

## Abstract

The original pecking order (PO) theory is not able to always justify the differences in financial policies of firms all over the world. However, the analysis of some recent and relevant papers enables us to delineate an “extended” PO theory (or “extended” PO) which can substantially explain the features of capital structure. In particular, the effects of specific factors are considered: new technologies, small and medium size of enterprises, capital markets of developed countries, transitional economies and innovative firm’s life cycle. These factors affect the information asymmetries between management/partners and other stakeholders and consequently lead to the following outcomes: a) they do not undermine the original PO (internal funds, debt, hybrid securities and lastly equity issues); b) they modify the original PO or its content; c) finally, they make possible the simultaneous presence of a particular form of the PO and other streams of literature on capital structure. Also firm control and institutional factors play a role in establishing the characteristics of the financial hierarchies being observed.

## Riassunto

La teoria originaria del *pecking order* (PO) non sempre riesce a giustificare le differenze esistenti nelle politiche di finanziamento delle imprese a livello mondiale. Tuttavia, lo studio di alcuni recenti e significativi lavori permette di individuare una teoria “allargata” del PO (o un PO “allargato”) che mostra una sostanziale validità nello spiegare le caratteristiche della struttura finanziaria. Specificatamente, si è osservata l’azione di particolari fattori concernenti: le nuove tecnologie, le piccole e medie dimensioni delle imprese, i mercati finanziari dei paesi più sviluppati, le economie dei paesi in fase di transizione e il ciclo di vita dell’impresa innovativa. Questi fattori influiscono sulle asimmetrie informative esistenti tra management/soci ed altri *stakeholders* e conseguentemente conducono ai seguenti risultati: a) non mettono in discussione l’originaria sequenza del PO (autofinanziamento, titoli di debito, titoli ibridi di debito ed *equity* ed infine azioni); b) modificano l’originaria sequenza o il contenuto dell’ordine di scelta; c) infine, permettono la compresenza di una qualche forma di sequenza gerarchica, assieme ad altri filoni dottrinali della struttura finanziaria. Anche altri fattori, relativi al controllo e di tipo istituzionale, giocano un ruolo nel determinare la natura delle gerarchie finanziarie concretamente osservate.