

PICCOLE E MICRO IMPRESE ITALIANE TRA CRISI E VINCOLI FINANZIARI: UN'INDAGINE EMPIRICA

di Roberta Pace

1. Introduzione

Le fondamenta del sistema economico italiano sono costruite sulle piccole e medie imprese¹ che rappresentano oltre il 99% del tessuto produttivo nazionale, contribuendo alla realizzazione del 72% del valore creato ed all'assorbimento dell'81% della forza lavoro. In questo quadro di riferimento, le medie imprese svolgono un ruolo marginale soprattutto in termini numerici (0,5% del totale), partecipando alla formazione di valore aggiunto per il 16% e occupando circa il 13% dei lavoratori. Ben più incisiva appare la rilevanza delle micro e piccole imprese chiamate a rappresentare rispettivamente il 95% ed il 4,5% del numero totale di aziende italiane, generando il 33% ed il 22% di valore aggiunto e con un numero di occupati pari al 48% ed al 21%².

Il presente lavoro intende concentrare l'attenzione proprio sulle piccole e micro imprese italiane e sulla loro struttura finanziaria ed in tale prospettiva si aggancia a diversi filoni di ricerca proposti dalla letteratura. In primo luogo, si fa riferimento all'ampio e decennale dibattito in merito ai vincoli finanziari delle piccole realtà produttive, rispetto al quale ci si propone di verificare, attraverso una indagine empirica svolta su oltre 15.000 imprese e relativa al periodo 2005-2009, alcuni specifici aspetti: il ruolo dell'autofinanziamento (Carpenter e Petersen, 2002); la presenza di *equity gap* (Gualandri e Schwizer, 2008; Bini, 1996); il peso dell'indebita-

¹ Sulla base della Raccomandazione del 6 maggio 2003 dell'Unione europea (GUCE L 124 del 20/05/2003) si definisce *piccola impresa* un'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro. La categoria delle *medie imprese* è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro. Infine, la *microimpresa* occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro.

² Fonte: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/index_en.htm

mento (Arcelli, 1994). L'ulteriore branca di studi richiamata dall'indagine riguarda gli effetti reali prodotti dalle crisi finanziarie. Sotto questo profilo, il lavoro è finalizzato a verificare: la situazione in termini di liquidità (Allen *et al.*, 2007 e 2008); l'eventuale contrazione nei livelli di capitale investito (Duchin *et al.*, 2009; Dell'Araccia *et al.*, 2008); la presenza di difficoltà nelle vendite e/o nella riscossione dei crediti verso i clienti. Infine, il contributo si propone di verificare se, nonostante i vincoli strutturali e quelli imposti dalla congiuntura economica, le piccole e micro imprese sono state in grado, nel periodo sottoposto ad indagine, di creare valore: a tal fine si farà ricorso al modello dell'*Economic Value Added* (Bennet Stewart, 1991) (d'ora in avanti EVA), modificato per far fronte ad alcuni limiti insiti nel paniere di dati a disposizione.

Sulla base degli obiettivi delineati, il lavoro è articolato come segue: il paragrafo 2 presenta una rassegna dei principali contributi offerti dalla letteratura sia in merito ai vincoli finanziari delle PMI (2.1), sia sugli effetti della crisi globale sulla gestione delle imprese (2.2). Nel terzo paragrafo è descritta la ricerca empirica condotta su un ampio campione di micro e piccole imprese italiane operanti nel comparto manifatturiero e si avvale dei principali indicatori tradizionalmente impiegati nella valutazione dell'andamento economico, finanziario e patrimoniale delle imprese. Il paragrafo 4, infine, contiene i principali risultati ottenuti dalla ricerca.

2. La rassegna della letteratura

In considerazione dell'impostazione e degli obiettivi del lavoro, si è ritenuto opportuno procedere ad una rassegna della letteratura che si dipana lungo due direttrici principali: 1) i vincoli finanziari delle piccole imprese; 2) l'impatto della crisi sulla struttura finanziaria delle imprese.

2.1 I vincoli finanziari delle piccole imprese

La dottrina riconosce e condivide in maniera pressoché unanime la presenza di una relazione significativa tra piccole dimensioni dell'impresa e difficoltà di accesso ai canali di finanziamento (Ayyagari *et al.*, 2006; Beck *et al.* 2005; Beck e Demirgüç-Kunt, 2006; Berger *et al.* 1998; Bertoni, 1994; Bini, 1996; Lorenzoni, 1990; Cattaneo, 1963; Giannessi, 1955).

La scelta tra le diverse forme di finanziamento a disposizione delle aziende risulta funzione di una serie di determinanti – diffusamente indagate dalla letteratura (Titman e Wessels, 1988; Venanzi 1997; Bigelli *et al.*, 2001; Pencarelli e Dini, 1995; Mauro G. 1988; Munari L., 1979). Il tema della struttura finanziaria d'impresa poggia le sue fondamenta sui celeberrimi lavori di Modigliani e Miller (1958; 1963), mentre le teorie proposte

in seguito sono riconducibili a due principali filoni: la *trade-off theory* che, introducendo i vantaggi fiscali del debito ed i costi di fallimento, individua nel rapporto di *leverage* ottimale l'obiettivo da perseguire (Kraus e Litzenger, 1973); la teoria del *pecking order*, fondata sulla definizione di una sequenza di fonti preferite dall'imprenditore³ (Myers, 1984). La stessa teoria del *pecking order* è stata successivamente rivisitata ed "allargata" a specifiche fattispecie, consentendo di definire, tra l'altro, un ordine di scelta delle fonti pensato "su misura" per le PMI, connotate da elevate asimmetrie informative nei rapporti con i finanziatori (Watson e Wilson, 2002; Hall *et al.*, 2004; Ang, 1991): rispetto alla versione originaria, il primo posto è occupato dall'autofinanziamento in aggiunta al capitale conferito dall'imprenditore, la seconda scelta è rappresentata dall'indebitamento, mentre in ultima istanza è collocato l'*equity* (Domenichelli, 2008). I tentativi di dimostrare la validità del primo, piuttosto che del secondo approccio teorico non hanno condotto a conclusioni unanimi, segnalando comportamenti da parte delle imprese spesso non riconducibili ai tradizionali modelli di riferimento (Gaud *et al.*, 2007; Titman e Wessels, 1988; Graham e Harvey, 2001)

Berger e Udell (1998) hanno predisposto un modello concepito proprio per essere adattato alle dinamiche finanziarie delle PMI⁴: il *Financial Growth Cycle* (FGC). Gli autori mettono in relazione dimensioni ed età dell'impresa con le diverse fonti di finanziamento ritenute adeguate per ciascuna fase di un ideale ciclo di vita. Il percorso prende pertanto avvio da piccole imprese collocate nella fase iniziale della loro attività che, stante la presenza di forti asimmetrie informative, assenza di *track record* e di beni da offrire in garanzia, si vedono precluse le principali vie del finanziamento esterno, potendo contare soltanto sul capitale conferito dall'imprenditore, sulla capacità di autofinanziarsi, sul credito commerciale e sull'aiuto fornito da specifiche figure quali i *business angel* (Lerner, 1998; Mustilli e Sorrentino, 2003; Capizzi e Giovannini, 2010)⁵. In una fase successiva, le imprese, sempre di piccole dimensioni, ma con capacità di crescita ormai acquisite, devono necessariamente integrare l'autofinanziamento con l'indebitamento bancario, nonché con innesti di capitale di pieno rischio: a tal proposito, non sono ancora maturi i tempi per ricorrere al *public equity*, ma occorre rivolgersi ad operatori di *venture capital*. La successiva fase denota una crescita dell'impresa, giunta ad una media dimensione e dunque in grado di

³ Partendo dalla constatazione della presenza di asimmetrie informative, la versione "tradizionale" del *pecking order* definisce il seguente ordine di scelta delle fonti di finanziamento: 1. Autofinanziamento; 2. Debito; 3. Titoli ibridi; 4. Equity.

⁴ Gli autori fanno riferimento in particolare, ma non solo, alle piccole imprese innovative.

⁵ Il *business angel* viene definito come un "investitore informale" nel capitale di rischio di piccole imprese. Si tratta solitamente di ex imprenditori o manager di fondata esperienza che mettono a disposizione della nuova imprenditorialità mezzi finanziari, ma soprattutto esperienze, conoscenze e reti di relazione.

garantire sufficiente *track record* e *collateral* per poter attingere a tipologie di finanziamenti più strutturati, anche attraverso la sollecitazione del pubblico risparmio con l'emissione di titoli azionari ed obbligazionari. L'azienda si avvia pertanto a diventare "grande".

Dalla sintetica rassegna presentata emerge la rilevanza dell'autofinanziamento come fonte di finanziamento privilegiata per le realtà di piccole dimensioni, soprattutto nella fase iniziale del ciclo di vita contrassegnata da forti vincoli, di seguito esposti, nell'accesso ad altri canali (Amodeo, 1949; Ardemani, 1961; Bianchi, 1963). In effetti, il legame tra tasso di autofinanziamento e crescita dell'impresa è stato studiato e confermato anche da importanti contributi empirici (si veda per tutti Carpenter e Petersen, 2002). L'importanza strategica dell'autofinanziamento quale fonte di copertura del fabbisogno trova però un limite nella sua stessa natura, ovvero nella necessaria presenza di utili, circostanza non sempre realizzabile soprattutto nella fase di avvio di una attività imprenditoriale. La rilevanza del tema impone un approfondimento in merito alla reale capacità delle piccole imprese di autofinanziarsi e sarà pertanto oggetto di verifica empirica.

Passando all'esame del capitale proprio, occorre in primo luogo segnalare il fenomeno noto come *equity gap* e sintetizzabile in una cronica carenza di fonti acquisite con il vincolo di pieno rischio da parte delle imprese di piccole dimensioni (Gualandri e Schwizer, 2008). Le indagini sul tema sono state condotte lungo tre principali direttrici, tutte analizzate sia sotto il profilo qualitativo, sia in termini quantitativi: verifica degli apporti di capitale di rischio nelle imprese, ponendo tale variabile in relazione con le fasi del ciclo di vita e procedendo con studi *cross country*; analisi dell'offerta, valutando problematiche ed esigenze degli operatori del settore; stima del fabbisogno prospettico di capitale di rischio espresso dalle imprese ed in particolare dalle imprese innovative (Canovi *et al.*, 2007; Petrella, 2001).

Diversi sono i fattori determinanti l'*equity gap*: l'assetto di *corporate governance* spesso associato alle imprese minori, fondato su una netta coincidenza tra proprietà e controllo e dal timore dell'imprenditore di lasciare, anche in parte, il timone dell'organizzazione consentendo l'ingresso di altri soci (Berger e Udell, 1998); le oggettive difficoltà riscontrate nell'accesso ai canali di finanziamento diretti, a causa della mancanza dei requisiti essenziali stabiliti per la quotazione in borsa e degli eccessivi costi connessi (Landi e Rigon, 2006; Forestieri e Onado, 1999). Con riferimento a quest'ultimo aspetto occorre inoltre sottolineare i numerosi contributi empirici che hanno confermato la presenza di un legame diretto tra il grado di sviluppo e di efficienza del sistema finanziario – sia a livello nazionale (Demirgüç-Kunt e Maksimovic, 1998), sia in ambito locale (Levine, 1997; Rajan e Zingales, 1998) – e la crescita del tessuto imprenditoriale. Un ulteriore filone di studi pone in evidenza come le scelte di finanziamento delle imprese

siano positivamente condizionate non soltanto dal livello di sviluppo del sistema finanziario, ma anche dalla maturità e dall'efficacia di un sistema legislativo e giudiziario (*enforcement*) finalizzati a tutelare gli investitori e a garantire la repressione di comportamenti opportunistici da parte degli operatori finanziari (La Porta *et al.* 1997; La Rocca, 2008). Anche il livello di capitalizzazione delle piccole e micro imprese costituirà oggetto di verifica empirica.

Sul fronte del ricorso al debito, il risvolto maggiormente indagato dalla letteratura è senz'altro il rapporto banca-impresa (Forestieri, 2002; Mori 1988; Corigliano, 1991 e 2006; Onado, 2004). Seguendo una classificazione nata dall'evoluzione degli studi sulla teoria dell'agenzia (Jensen e Meckling, 1976; Mayers e Najluf, 1984; Leland, 1977) e molto ricorrente in dottrina, tale rapporto può essere ricondotto a due modalità operative: *transaction lending*⁶ e *relationship lending* (Berger e Udell, 2002; 2006).

Nel *transaction lending* la banca tende a privilegiare gli aspetti contrattuali della transazione finanziaria, facendo emergere rapporti di finanziamento "standardizzati" e fondati su *hard information*, ovvero dati di bilancio, garanzie, dati forniti dalla centrale dei rischi, al fine di compiere valutazioni oggettive sul merito creditizio e ridurre i costi di agenzia relativi al *moral hazard* ed alla *adverse selection* (Petersen, 2004).

Il modello *relationship lending* è costruito ed alimentato sulla base di rapporti di lungo periodo tra banca e impresa in modo da consentire alla conoscenza personale di supplire le carenze di dati oggettivi e garanzie (Capanella, 2009). L'elemento personale prevale dunque su quello contrattuale ed i finanziamenti sono concessi sulla base di informazioni soprattutto qualitative e non facilmente codificabili (*soft information*), attribuendo un carattere di flessibilità al rapporto banca-impresa (Ongena e Smith, 2000; Berger e Udell, 2006; Bhattacharya e Thakor, 1993; Boot e Thakor, 2000). Tali aspetti rendono il *relationship lending* particolarmente adatto alle realtà imprenditoriali di modeste dimensioni, in quanto in grado di aiutare le banche a superare il forte problema dell'opacità informativa che spesso condiziona negativamente i rapporti creditizi. Occorre però segnalare come non tutte le indagini empiriche confermano l'efficacia di tale modello

⁶La modalità *transaction lending* può essere a sua volta declinata in diverse forme: *financial statement lending*, ovvero un rapporto fondato sulla attendibilità delle informazioni finanziarie fornite dal debitore; *small business credit scoring*, che pone al centro del rapporto di indebitamento informazioni in merito alla solvibilità dell'impresa e del suo proprietario; *asset-based lending*, dove la concessione del prestito è subordinata all'apposizione di un pegno su elementi dell'attivo circolante (crediti o scorte); *factoring*, ovvero la cessione del credito ad un intermediario; *fixed-asset based* che prevede l'iscrizione di una garanzia su attività immobilizzate appartenenti sia all'impresa, sia al suo proprietario; *leasing*. In linea teorica, tutte le forme di *transactions lending* sono accessibili alle PMI, ma i vincoli finanziari che caratterizzano tali imprese spesso limitano fortemente le possibilità di scelta. Ad esempio, sono poche le piccole imprese in grado di fornire alla propria banca report finanziari precisi e attendibili!

di intermediazione (Miwa e Ramseyer, 2005; Weinstein e Yafeh, 1998).

La letteratura prevalente tende a far emergere una relazione inversa tra dimensione aziendale e livello di opacità informativa: al crescere dell'impresa si riduce l'opacità ed aumenta la *disclosure* verso l'esterno. Alcuni studi hanno però messo in discussione la validità assoluta di tale relazione. Zara e Feltrinelli (2006) in un interessante contributo affermano e dimostrano empiricamente come non tutte le piccole imprese sono opache sotto il profilo informativo, ma presentano comportamenti finanziari non omogenei giustificabili introducendo nell'analisi una ulteriore variabile, ovvero la complessità (Minoja, 2003) che, meglio della dimensione, riesce a spiegare ed approssimare la condotta finanziaria delle imprese. Nel dettaglio, gli Autori affermano che le PMI più complesse adottano modelli di intermediazione fondati sulla divulgazione di informazioni, mentre le PMI più semplici si affidano a modelli del tipo *relationship lending*.

L'opacità informativa – e la conseguente asimmetria informativa tra banca e impresa – rappresenta comunque uno dei principali vincoli finanziari associati alle piccole imprese, contribuendo a determinare il fenomeno del razionamento del credito, riscontrato in molte indagini empiriche soprattutto con riferimento ai debiti di natura finanziaria (Caselli, 2003), nonché un inasprimento del costo dei finanziamenti. Alcuni studi hanno però rilevato come la scarsa propensione di molte imprese a contrarre debiti finanziari non sia imputabile a fattori legati all'offerta e dunque a barriere poste dal mercato, quanto piuttosto a precise scelte gestionali seguite dalle stesse aziende (Guiso, 2003; Salotti, 2007). Con riferimento alla realtà italiana, Caruso e Palmucci (2008) dimostrano come, a fronte di una qualificata e completa offerta di servizi di *corporate banking* da parte degli intermediari, la domanda espressa dalle imprese di piccole dimensioni appare ancora molto ridotta e, laddove presente, si configura come propedeutica rispetto ad una apertura del capitale a terzi soggetti.

Alcuni studi mostrano l'esistenza di un legame di proporzionalità inversa tra il livello di redditività dell'impresa ed il tasso di indebitamento e dunque a maggiori utili corrispondono gradi di *leverage* inferiori (Bini, 1996), aspetto facilmente riconducibile alle considerazioni svolte in tema di autofinanziamento.

Infine, molteplici ricerche hanno posto in evidenza la forte tendenza da parte delle piccole imprese a ricorrere con maggiore frequenza al debito di fornitura oppure al debito a breve scadenza, limitando l'utilizzo di indebitamento consolidato anche a causa della scarsa disponibilità di *asset* da offrire in garanzia (Arcelli, 1994; Chittenden et al, 1996; Storey, 1994). Sul fronte della ricerca empirica condotta nel presente contributo, la mancanza di alcuni dati non consente una verifica sulla tipologia di indebitamento (a breve o a medio lungo termine), ma ci si limiterà a verificare la consistenza e l'andamento del debito nel periodo considerato.

2.2. Gli effetti della crisi sulla struttura finanziaria delle imprese

Il tema delle crisi bancarie e degli effetti reali da esse prodotti sull'intero sistema economico è stato indagato da numerosi autori che hanno di volta in volta approfondito differenti aspetti del problema. Rinviando ad altre fonti una disamina completa sulle determinanti e sulle varie configurazioni delle crisi finanziarie (Allen e Gale, 2007; Allen *et al.*, 2009; Demirguc-Kunt e Detragiache, 1998; Domenichelli *et al.*, 2011), il primo aspetto da chiarire in questa sede riguarda l'esistenza di un nesso di causalità tra crisi finanziarie e crisi reali, indagando se le prime possono generare le seconde, oppure se le difficoltà nel circuito bancario avvengono in seguito ad una fase recessiva dell'economia e dunque per effetto di una contrazione della domanda e degli investimenti. Partendo dal presupposto, empiricamente dimostrato e condiviso (Eichengreen e Rose, 1998; Kaminsky e Reinhart, 1999; Lindgren *et al.*, 1999) in base al quale durante una crisi bancaria si manifesta una contrazione del credito erogato (*credit crunch*), allora i settori economici più dipendenti dai finanziamenti esterni (di origine bancaria in particolare) risultano maggiormente penalizzati dalla crisi: la verifica di tale circostanza conferma la presenza di effetti reali prodotti da crisi finanziarie e dunque la presenza di un costo reale della crisi bancaria (Dell'Ariccia *et al.*, 2008).

Kroszner *et al.*, inoltre, hanno esaminato il tema degli effetti reali della crisi valutando, oltre alla dipendenza dalla finanza esterna dei vari settori economici, anche il grado di sviluppo dei sistemi finanziari. Gli autori affermano che, mentre in periodi di stabilità i settori più dipendenti dal credito ed operanti in sistemi finanziari sviluppati godono di opportunità di crescita più favorevoli in quanto agevolati nell'accesso al credito, in contesti di crisi subiscono maggiori contrazioni nel loro valore aggiunto rispetto ad imprese nate in contesti finanziari meno sviluppati (Rajan e Zingales, 1998).

In un periodo di crisi, è fisiologico attendersi un aumento del livello di asimmetria informativa tra imprese e banche, spingendo queste ultime a rivedere la composizione del portafoglio a favore di attività più liquide e meno rischiose, penalizzando così i prestiti ad imprese percepite come più rischiose (*flight to quality*, Bernanke *et al.*, 1996).

La presenza di fenomeni di *credit crunch* (Ivashina e Scharfstein, 2010) pone inevitabilmente l'attenzione su altri "effetti collaterali" inerenti la finanza delle imprese: la gestione della liquidità (Lins *et al.*, 2010) e le opportunità di investimento. Il ruolo della liquidità nelle crisi finanziarie ed in particolare nella crisi cominciata nel 2007 è stato approfondito, sotto il profilo teorico, da Allen e Carletti (2008) che hanno posto in evidenza la relazione tra liquidità ed altre variabili: prezzo delle attività finanziarie, mercato interbancario, paura di contagio ed effetti sull'economia reale.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto, gli Autori sottolineano come una contrazione della liquidità possa incidere negativamente sulla gestione finanziaria delle imprese e sulla realizzazione dei piani di investimento. Allo stesso tempo, però, rilevano come l'osservazione dei dati nel biennio 2007-2008 non conforta tale ipotesi in quanto non sembra che la politica di investimento delle imprese abbia risentito del basso livello di liquidità⁷.

Un importante contributo al tema è stato offerto dal lavoro di Campello *et al.* (2009) che, attraverso interviste realizzate ai direttori finanziari di oltre mille aziende statunitensi, europee ed asiatiche, hanno in primo luogo individuato le imprese soggette a vincoli finanziari (*financial constraints*), per poi verificare se la loro attività è stata condizionata dal costo e/o dalla disponibilità di credito. In tale prospettiva, sono emersi importanti risultati. In seguito allo scoppio della crisi dei mutui *subprime*, oltre i due terzi delle imprese affette da vincoli finanziari hanno dichiarato di aver avuto problemi sia nell'accesso al credito, sia in sede di rinegoziazione delle linee di credito. Mentre le imprese non soggette a vincoli mantengono pressoché inalterato il livello di liquidità (*cash flow*) detenuto, le imprese finanziariamente deboli riducono sensibilmente le loro disponibilità liquide. Per quanto concerne l'utilizzo delle linee di credito, si rilevano comportamenti differenti: alcune imprese attingono alle risorse poste a disposizione dalle banche per fronteggiare eventuali carenze future di liquidità; altre per avere risorse da impiegare in progetti pianificati; altre ancora non attingono alle linee di credito per mantenere buone capacità di indebitamento in futuro. Infine, l'86% delle imprese statunitensi con vincoli finanziari dichiara di aver abbandonato progetti di investimento con valore attuale positivo a causa di difficoltà di accesso ai canali del credito. Gli investimenti in atto, invece, sono finanziati o con fonti interne, oppure attraverso la vendita di *asset*.

In un successivo lavoro, Campello *et al.* (2010) focalizzano l'attenzione sulle modalità di impiego delle linee di credito durante i periodi di crisi, sulle interazioni tra liquidità interna ed esterna, nonché sugli effetti che tali interazioni producono sui piani di investimento. Lo studio rileva come le imprese di minori dimensioni e con bassa redditività presentano elevati livelli nelle linee di credito (in rapporto al capitale investito) ed inoltre, in periodi di crisi, si verifica un effetto di sostituzione tra liquidità interna (*cash flow*) e liquidità esterna (credito). In particolare, imprese dotate di maggiore liquidità interna tendono ad impiegare minore credito ed inoltre possono accedere alla liquidità esterna a costi inferiori rispetto ad imprese con scarso *cash flow*. Gli Autori dimostrano come il 10% delle piccole imprese del campione ha rescisso il contratto con la banca a causa di violazioni degli accordi, mentre oltre il 70% ha rinegoziato le linee di credito,

⁷ Gli stessi Autori sottolineano che si tratta di dati provvisori, da rivedere nell'ipotesi di peggioramento della situazione finanziaria internazionale.

dovendo però sopportare un aumento del relativo costo. Infine, imprese con elevate riserve di cassa continuano a seguire i loro piani di investimento, incrementando al contempo le linee di credito (anche per effetto delle agevolazioni appena menzionate), mentre imprese con difficoltà nel reperire liquidità esterna sono costrette a rinunciare a profittevoli strategie di investimento.

Da un'analisi condotta su oltre 7 mila imprese statunitensi, Duchin *et al.* (2009) hanno rilevato una sensibile contrazione nel livello degli investimenti a partire dallo scoppio della crisi fino ad arrivare al primo trimestre del 2009. Gli Autori, inoltre, sottolineano come la riduzione degli investimenti abbia colpito in maniera particolare le imprese con scarse riserve di liquidità, alti livelli di indebitamento a breve termine, affette da vincoli finanziari ed operanti in settori dipendenti da fonti finanziarie esterne.

Un quadro specifico delle condizioni delle imprese italiane alle prese con la crisi è stata condotta da Panetta e Signoretti (2010), i quali confermano la presenza del fenomeno di *credit crunch* che, sebbene si sia manifestato in misura ridotta, ha determinato effetti amplificati a causa della struttura del modello di intermediazione presente nel nostro Paese. La dinamica della situazione di liquidità e degli investimenti sarà sottoposta ad indagine empirica nel prossimo paragrafo.

3. La ricerca empirica

3.1 La selezione del campione

L'analisi empirica è stata condotta selezionando in maniera ragionata un ampio campione di imprese riconducibili ai codici ATECO relativi al comparto manifatturiero (16.904) ed in grado di rispettare i requisiti definiti dalla Commissione europea con propria raccomandazione del 6 maggio 2003⁸:

- numero di dipendenti inferiore a 50;
- fatturato annuo inferiore a 10 milioni di euro.

I bilanci sono stati selezionati dalla banca dati AIDA (Bureau Van Dijk database) che, come noto, accoglie esclusivamente bilanci di imprese costituite nella forma giuridica di società (di persone o di capitali): ai fini della presente analisi, tale circostanza costituisce un limite, in quanto non consente di ottenere un campione effettivamente rappresentativo dell'universo di micro e piccole imprese italiane che, in effetti, sono costituite in numero non irrilevante da imprese individuali o gestite su base familiare.

⁸ Cfr. nota n. 1.

Al fine di garantire omogeneità e confrontabilità dei dati di bilancio ottenuti, il campione di partenza è stato poi sottoposto ad ulteriori operazioni di “scrematura” volti ad eliminare:

- imprese non attive al termine del periodo di riferimento;
- imprese prive di bilancio in almeno uno degli esercizi considerati;
- imprese che applicano i principi contabili internazionali nella redazione del bilancio;
- imprese i cui bilanci non sono esaustivi in quanto privi di alcuni dati rilevanti.

Al termine di tale procedura le imprese ammontano a 15.779. Il campione è stato poi stratificato impiegando un criterio geografico e dunque creando tre macro-aree: nord, centro, sud e isole. Le imprese del nord rappresentano circa il 70% del totale (11.175 imprese), mentre quelle del centro e del sud sono rispettivamente 2.979 e 1.625.

Il periodo di riferimento prescelto copre un arco temporale di 5 anni, dal 2005 al 2009: in tal modo si è voluto porre in evidenza la situazione pre-crisi (anni 2005 e 2006) con gli effetti prodotti dalle difficoltà dei mercati in ambito internazionale a partire dal 2007.

3.2 I principali risultati ottenuti

I bilanci delle 15.779 imprese selezionate sono stati riclassificati impiegando una logica finanziaria per lo stato patrimoniale ed una configurazione a valore aggiunto per il conto economico. La ridotta dimensione delle realtà produttive indagate consente loro di presentare il bilancio in forma abbreviata. Tale circostanza, riscontrata nell’85% delle imprese del campione, ha imposto una serie di limiti all’indagine, riconducibili all’assenza di alcune specifiche voci dello stato patrimoniale, come ad esempio i debiti verso le banche o i debiti verso i fornitori. Non è stato pertanto possibile procedere ad una riclassificazione dello stato patrimoniale secondo il criterio della pertinenza gestionale e l’analisi dell’indebitamento è stata limitata alle macro-classi “debiti a breve” e “debiti a medio-lungo termine”, senza poter approfondire la dinamica dell’esposizione verso le banche. Per tutti gli indicatori utilizzati si è proceduto al calcolo del valore medio, della mediana (M.na) e della deviazione standard (SD). Si precisa inoltre che tutti i valori sono espressi in migliaia di euro.

Sulla base di tali considerazioni si è proceduto in primo luogo al calcolo degli indici di composizione dell’attivo e del passivo (tab. 1).

Tab 1 - Indici di composizione dell'attivo e del passivo

	2005			2006			2007			2008			2009		
	Media	M.ana	SD												
Nord															
AC/K	0,75	0,80	0,19	0,76	0,80	0,19	0,76	0,80	0,19	0,72	0,77	0,21	0,71	0,76	0,22
AF/K	0,25	0,20	0,19	0,24	0,20	0,19	0,24	0,20	0,19	0,28	0,23	0,21	0,29	0,24	0,22
Pcorr/K	0,60	0,61	0,21	0,61	0,62	0,34	0,61	0,62	0,33	0,56	0,56	0,33	0,54	0,53	0,32
Pcons/K	0,41	0,39	0,22	0,41	0,38	0,32	0,42	0,39	0,30	0,46	0,45	0,32	0,49	0,47	0,32
D/K	0,68	0,73	0,23	0,69	0,73	0,23	0,69	0,72	0,25	0,64	0,66	0,25	0,62	0,64	0,22
E/K	0,24	0,18	0,21	0,24	0,18	0,21	0,24	0,18	0,21	0,29	0,24	0,23	0,30	0,25	0,25
Centro															
AC/K	0,74	0,79	0,20	0,75	0,80	0,19	0,75	0,79	0,19	0,71	0,76	0,22	0,70	0,74	0,22
AF/K	0,26	0,21	0,20	0,25	0,20	0,19	0,25	0,21	0,19	0,29	0,24	0,22	0,30	0,26	0,22
Pcorr/K	0,61	0,64	0,21	0,62	0,63	0,32	0,62	0,62	0,31	0,58	0,58	0,33	0,56	0,56	0,32
Pcons/K	0,40	0,37	0,22	0,40	0,37	0,30	0,41	0,38	0,29	0,44	0,42	0,32	0,44	0,47	0,30
D/K	0,71	0,74	0,23	0,70	0,74	0,22	0,70	0,74	0,22	0,67	0,69	0,24	0,66	0,68	0,25
E/K	0,23	0,18	0,21	0,23	0,18	0,20	0,23	0,18	0,20	0,27	0,23	0,22	0,28	0,23	0,23
Sud e Isole															
AC/K	0,65	0,66	0,22	0,67	0,69	0,21	0,67	0,69	0,21	0,63	0,64	0,22	0,63	0,65	0,23
AF/K	0,35	0,33	0,22	0,34	0,31	0,21	0,34	0,31	0,21	0,34	0,36	0,22	0,34	0,35	0,23
Pcorr/K	0,58	0,58	0,23	0,59	0,57	0,36	0,59	0,57	0,44	0,54	0,53	0,30	0,53	0,50	0,31
Pcons/K	0,43	0,42	0,22	0,43	0,43	0,33	0,44	0,43	0,42	0,48	0,47	0,27	0,49	0,50	0,28
D/K	0,66	0,68	0,23	0,68	0,69	0,23	0,68	0,69	0,28	0,64	0,65	0,25	0,66	0,65	0,26
E/K	0,26	0,22	0,21	0,26	0,22	0,20	0,27	0,22	0,24	0,30	0,26	0,21	0,30	0,27	0,24
Italia															
AC/K	0,74	0,78	0,19	0,74	0,79	0,19	0,74	0,79	0,19	0,71	0,75	0,21	0,69	0,74	0,22
AF/K	0,26	0,22	0,19	0,26	0,21	0,19	0,26	0,21	0,19	0,29	0,25	0,21	0,31	0,26	0,22
Pcorr/K	0,60	0,62	0,22	0,62	0,62	0,41	0,61	0,61	0,24	0,56	0,56	0,35	0,54	0,53	0,34
Pcons/K	0,40	0,39	0,22	0,38	0,39	0,39	0,39	0,39	0,32	0,44	0,44	0,33	0,46	0,48	0,31
D/K	0,68	0,72	0,24	0,70	0,73	0,25	0,69	0,72	0,25	0,65	0,67	0,25	0,63	0,65	0,26
E/K	0,24	0,19	0,21	0,24	0,19	0,21	0,24	0,19	0,22	0,29	0,24	0,23	0,30	0,25	0,25

AC = attivo corrente; AF = attivo fisso; Pcorr = passività correnti; Pcons = passività consolidate (incluso il patrimonio netto); D = totale debiti; E = equity; K = capitale investito.

Il fabbisogno finanziario emergente dalla gestione è generato in larga parte dall'attivo corrente, circostanza compatibile con realtà imprenditoriali di piccole dimensioni e dunque tendenzialmente a bassa intensità di capitale investito in immobilizzazioni: i dati offrono una conferma di quanto affermato in sede di esposizione dei vincoli finanziari in merito alla carenza di beni immobili da offrire in garanzia. Sul fronte delle fonti di co-

pertura, emerge una situazione in linea con la composizione dell'attivo con una preponderanza di passività esigibili nel breve periodo rispetto alle fonti consolidate (le quali comprendono debiti a lunga scadenza, fondi rischi, tfr e patrimonio netto). Anche in questo caso si assiste ad una piena coincidenza tra le considerazioni proposte dalla letteratura ed i risultati ottenuti.

L'analisi della struttura finanziaria delle imprese del campione si avvale della costruzione dei margini finanziari, ovvero il capitale circolante netto, il margine di tesoreria ed il margine di struttura⁹ (tab. 2). Si omette il calcolo del margine di struttura allargato, in quanto le informazioni che fornisce possono essere tratte dallo stesso capitale circolante netto, stante la coincidenza numerica tra i due margini.

Tab 2 - I margini finanziari

	2005			2006			2007			2008			2009		
	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD
Nord															
CCN	394	185	953	412	214	1.217	442	242	1.357	470	268	1.381	487	281	1.264
MT	-121	-73	973	-150	-82	1.255	-162	-84	1.397	-156	-78	1.457	-112	-58	1.407
MS	-40	-24	1.179	-40	-24	1.203	-31	-18	1.289	-55	-17	1.464	-75	-26	1.580
Centro															
CCN	325	115	939	353	182	1.027	385	203	989	388	224	1.053	425	246	1.250
MT	-167	-99	956	-187	-106	1.052	-205	-124	1.015	-224	-120	1.171	-186	-81	1.726
MS	-84	-29	1.144	-85	-32	1.166	-95	-32	1.214	-150	-42	1.390	-176	-41	1.649
Sud e Isole															
CCN	190	81	1.469	172	107	2.103	169	134	2.404	262	184	1.460	289	194	2.094
MT	-336	-172	1.347	-409	-180	2.190	-474	-206	2.511	-399	-185	1.576	-385	-158	2.245
MS	-322	-98	1.535	-336	-131	1.565	-348	-136	1.925	-411	-164	1.994	-435	-147	2.007
Italia															
CCN	361	169	1-018	377	198	1.307	404	226	1.446	434	250	1.335	58	268	1.363
MT	-151	-89	1.017	-184	-96	1.350	-202	-103	1.495	-194	-98	1.422	-152	-71	1.570
MS	-76	-30	1.218	-78	-32	1.242	-75	-30	1.360	-110	-34	1.518	-128	-39	1.620
Var. % Italia															
CCN	-			4,35%			7,22%			7,35%			5,60%		
MT	-			21,86%			9,85%			-4,16%			-21,77%		
MS	-			2,47%			-3,69%			47,07%			16,14%		

⁹Le relazioni di riferimento per i margini considerati sono le seguenti:

CCN = CCL - PB

MT = CCN - RIM

MS = E - IMM

Dove CCL = capitale circolante lordo; PB = passività correnti; RIM = scorte di magazzino; E = equity, ovvero patrimonio netto; IMM = immobilizzazioni nette.

La presenza di valori positivi (media e mediana) di capitale circolante netto per l'intero periodo sottoposto ad indagine denota un sostanziale equilibrio, in termini di scadenze, tra gli investimenti realizzati e le fonti scelte per finanziarli. La crescita del margine registrata dal 2005 al 2008 può trovare giustificazione in diverse circostanze: un aumento delle rimanenze di magazzino causato dalla contrazione delle vendite; un aumento dei crediti a breve scadenza, per effetto delle difficoltà di pagamento dei clienti; una riduzione nell'accesso alle passività a breve, siano esse rappresentate da dilazioni concesse dai fornitori o da esposizioni bancarie.

Tab. 3 - Le componenti del CCN

	2005			2006			2007			2008			2009		
	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD
Nord															
DLI*	197	47	417	207	52	425	220	54	461	220	46	491	231	50	482
DLD**	1.254	893	1.146	1.359	993	1.156	1.443	1.060	1.220	1.437	1.050	1.250	1.355	968	1.254
Rim.	515	262	813	563	297	859	605	320	919	626	325	991	599	309	1.058
Tot. CCL	1.807	1.290	1.660	1.959	1.418	1.704	2.086	1.515	1.8010	2.102	1.517	1.876	1.992	1.427	1.921
PB	1.413	994	1.393	1.547	1.099	1.591	1.643	1.166	1.760	1.631	1.141	1.845	1.504	1.037	1.830
Centro															
DLI*	197	58	384	214	66	448	222	71	457	210	61	436	201	58	435
DLD**	1.237	867	1.149	1.372	942	1.449	1.418	998	1.410	1.421	991	1.460	1.533	1.054	1.494
Rim.	492	235	737	540	278	787	590	303	842	612	307	952	673	323	1.467
Tot. CCL	1.763	1.203	1.610	1.949	1.342	1.917	2.048	1.409	1.919	2.075	1.425	2.057	2.245	1.522	2.429
PB	1.438	996	1.419	1.595	1.084	1.745	1.662	1.146	1.722	1.687	1.129	1.938	1.956	1.219	2.234
Sud e Isole															
DLI*	183	54	423	201	62	509	192	62	438	194	57	458	201	58	504
DLD**	1.290	805	1.397	1.399	907	1.416	1.475	967	1.451	1.554	1.026	2.196	1.533	1.053	1.525
Rim.	526	255	1.040	581	288	1.004	643	322	1.056	661	333	1.083	673	323	1.914
Tot. CCL	1.842	1.149	1.991	2.007	1.308	1.968	2.149	1.432	2.040	2.251	1.494	2.602	2.245	1.522	2.725
PB	1.652	1.107	1.851	1.836	1.214	2.525	1.980	1.270	2.924	1.989	1.297	2.980	1.956	1.219	2.822
Italia															
DLI*	196	50	412	207	55	439	217	58	458	216	50	478	225	54	476
DLD**	1.256	882	1.170	1.367	977	1.246	1.443	1.039	1.285	1.448	1.038	1.417	1.383	979	1.334
Rim.	512	256	825	560	292	861	606	317	919	627	323	993	609	307	1.255

continua...

Tot. CCL	1.804	1.264	1.689	1.964	1.388	1.775	2.086	1.490	1.856	2.113	1.499	1.997	2.029	1.442	2.120
PB	1.443	1.007	1.454	1.587	1.110	1.741	1.682	1.173	1.908	1.680	1.156	2.010	1.572	1.059	2.032
Var. % Italia															
DLI*	-			5,90%			4,86%			-0,84%			4,33%		
DLD**	-			8,82%			5,57%			0,29%			-4,49%		
Rim.	-			9,51%			8,08%			3,52%			-2,84%		
Tot. CCL	-			8,86%			6,24%			1,30%			-3,96%		
PB	-			9,99%			6,00%			-0,15%			-6,43%		

* DLI = disponibilità liquide immediate, ovvero valori presenti in bilancio in forma liquida o prontamente liquidabili (denaro in cassa, valori bollati, ecc.)

** DLD = disponibilità liquide differite, ovvero attività destinate a tornare in forma liquide con un breve differimento temporale (es. crediti verso clienti, ratei attivi)

I dati riportati in tabella 3 sembrano avvalorare l'ipotesi di una crescita del circolante netto dovuta ad un aumento delle rimanenze, ma soprattutto dei crediti detenuti in portafoglio, testimoniando difficoltà nelle vendite e nel recupero crediti. Si tratta di un aspetto che emerge con maggiore evidenza al centro e al sud.

Il margine di tesoreria appare negativo in tutto il periodo considerato e per tutte le macro-aree: considerando il fatto che il margine di tesoreria può essere espresso anche come differenza tra il CCN e le rimanenze, i dati emersi possono fornire una ulteriore conferma all'ipotesi di eccessivo peso delle rimanenze nei bilanci delle imprese. L'analisi del margine di struttura, rappresentativo del livello di capitalizzazione delle imprese, evidenzia valori costantemente negativi e dunque l'incapacità del solo patrimonio netto a fronteggiare il fabbisogno di attivo immobilizzato. Si tratta, dunque, di informazioni in linea con quanto affermato dalla letteratura prevalente in merito ai limitati apporti di capitale proprio nelle PMI italiane. La contestuale presenza di un CCN positivo esclude comunque squilibri temporali tra fonti e impieghi. L'analisi dei dati relativi alle imprese del sud fanno emergere valori negativi particolarmente elevati rispetto a quelli nazionali, sia per il margine di tesoreria, sia per il margine di struttura.

La rassegna della letteratura presentata in precedenza ha rilevato, tra l'altro, una contrazione del capitale investito causata principalmente da difficoltà nell'accesso al credito. I dati emergenti dal campione delle piccole e micro imprese italiane sembrano però non confermare – o almeno non completamente – tale tendenza, come mostrano i dati contenuti nella tabella 4. In effetti, soltanto nel 2009 si registra una contrazione nel capitale investito.

Tab. 4 - Il capitale investito

	2005			2006			2007			2008			2009		
	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD
Nord															
AC	1.807	1.290	1.660	1.959	1.418	1.704	2.085	1.515	1.810	2.101	1.517	1.858	1.991	1.427	1.920
AF	754	346	1.416	786	369	1.470	825	393	1.572	1.140	487	2.250	1.167	498	2.389
K	2.562	1.784	2.511	2.746	1.953	2.581	2.911	2.076	2.740	3.241	2.256	3.374	3.159	2.173	3.531
Centro															
AC	1.762	1.202	1.610	1.948	1.341	1.917	2.047	1.408	1.919	2.075	1.424	2.057	2.048	1.439	2.429
AF	785	332	1.503	821	357	1.516	868	389	1.577	1.194	487	2.385	1.239	503	2.643
K	2.547	1.674	2.613	2.770	1.865	2.962	2.916	1.969	3.006	3.270	2.153	3.675	3.287	2.154	4.060
Sud e Isole															
AC	1.842	1.149	1.992	2.007	1.308	1.968	2.148	1.431	2.040	2.251	1.493	2.602	2.244	1.522	2.725
AF	1.317	638	2.631	1.378	686	2.849	1.460	702	3.092	1.902	919	3.865	1.929	918	3.975
K	3.159	2.069	3.876	3.385	2.263	3.990	3.609	2.423	4.228	4.153	2.793	5.333	4.174	2.700	5.413
Italia															
AC	1.804	1.263	1.689	1.963	1.388	1.774	2.086	1.490	1.856	2.113	1.499	1.997	2.029	1.442	2.120
AF	817	368	1.607	853	392	1.680	898	416	1.798	1.228	516	2.498	1.256	532	2.636
K	2.621	1.791	2.708	2.817	1.966	2.836	2.985	2.094	2.983	3.342	2.283	3.688	3.286	2.210	3.868
Var. % Italia															
AC	-			8,86%			6,24%			1,30%			-3,96%		
AF	-			4,39%			5,29%			36,68%			2,30%		
K	-			7,47%			5,95%			11,95%			-1,66%		

Altre informazioni inerenti le condizioni di "salute" della struttura finanziaria delle micro e piccole imprese del campione emergono dalla lettura della tabella 5¹⁰. A fronte di un turnover del capitale investito sostanzialmente stabile nel tempo, si registra un incremento del *quick ratio* e del *current ratio* soprattutto nel 2007 e nel 2008, dati ancora una volta riconducibili alla crescita delle rimanenze e dei crediti. Si sottolinea la crescita delle disponibilità liquide (tab. 3), rinviando a quanto affermato nell'esposizione della letteratura sul tema.

¹⁰Gli indicatori presi in esame sono calcolati nel modo seguente:

Quick ratio = (DLI+DLD)/PB

Currente ratio = CCL/PB

Turnover K = Fatturato/K

Turnover crediti = Fatturato/(Crediti:1,20), considerando l'IVA al 20%

Tab. 5 - Liquidità

	2005			2006			2007			2008			2009		
	Media	M.ana	SD												
Nord															
Quick r.	1,36	0,92	9,10	1,09	0,92	4,84	1,18	0,93	2,01	32,35	0,93	1,95	1,30	0,95	1,71
Current r	1,75	1,21	9,87	1,46	1,21	5,64	1,57	49,03	2,18	1,22	1,75	1,62	1,25	1,30	2,17
Tur. K	1,31	1,26	0,61	1,32	1,27	0,61	1,34	1,29	0,61	1,28	1,23	0,63	1,11	1,03	0,60
Tur. cre.	6,71	2,61	6,46	7,70	2,62	4,14	3,78	2,67	4,28	3,59	2,75	6,44	3,42	2,45	4,76
Centro															
Quick r.	0,58	0,87	1,84	1,61	0,88	1,08	1,53	0,88	0,92	1,17	0,89	1,77	1,24	0,91	1,82
Current r	0,35	1,17	1,98	3,16	1,18	1,19	2,11	1,19	1,17	1,56	1,21	1,94	1,65	1,24	1,97
Tur. K	1,27	1,18	0,64	1,29	1,20	0,65	1,29	1,21	0,67	1,23	1,11	0,70	1,09	0,98	0,62
Tur. cre.	3,61	2,58	5,93	4,02	2,57	3,47	3,62	2,63	7,13	3,54	2,63	4,54	3,27	2,38	4,66
Sud e Isole															
Quick r.	0,99	0,80	1,09	1,01	0,82	1,02	1,00	0,82	0,87	1,04	0,83	1,07	1,17	0,86	2,63
Current r	1,37	1,08	1,70	1,36	1,11	1,16	1,37	1,13	1,14	1,45	1,16	1,50	1,59	1,17	3,18
Tur. K	1,07	0,92	0,83	1,06	0,94	0,76	1,06	0,94	0,72	1,00	0,89	0,64	0,91	0,79	0,61
Tur. cre.	3,51	2,37	3,99	4,02	2,34	4,14	3,87	2,37	3,67	3,33	2,31	2,59	3,02	2,10	6,70
Italia															
Quick r.	0,83	0,89	4,19	1,23	0,90	1,21	2,81	0,90	1,16	7,20	0,90	1,48	1,36	0,92	1,90
Current r	1,18	1,19	1,45	1,83	1,20	1,41	3,95	1,20	1,27	10,75	1,23	1,70	2,05	1,27	1,92
Tur. K	1,26	1,19	0,64	1,28	1,22	0,63	1,29	1,23	0,63	1,23	1,15	0,64	1,07	0,99	0,59
Tur. cre.	4,11	2,59	6,35	4,41	2,59	3,76	3,63	2,65	5,65	3,52	2,69	4,47	3,22	2,41	5,26

Entrando nel dettaglio della situazione debitoria delle piccole e medie imprese, la tabella 6 evidenzia un forte peso del debito rispetto al patrimonio netto. Considerando l'elevata variabilità dei valori medi, è preferibile concentrare l'analisi sui valori mediani i quali mostrano una incidenza del debito sul totale delle fonti di finanziamento molto elevato nel 2005 (al nord pari al 73%), incidenza che poi però si riduce progressivamente di circa 10 punti percentuali nel 2009. Incrociando questi dati con quelli emersi in tab. 4, emerge come la contrazione del ricorso al debito generata dal fenomeno del *credit crunch* non abbia compromesso la capacità di crescita del capitale investito, il cui aumento è stato dunque sostenuto dal capitale proprio e da fonti interne.

Tab. 6 - Gli indici di indebitamento

	2005			2006			2007			2008			2009		
	Media	M.ana	SD												
Nord															
K/E	23,76	5,14	6,33	15,30	5,24	6,06	12,93	5,08	7,44	11,22	4,05	4,78	13,42	3,80	5,02
D/E	20,82	3,71	4,12	13,31	3,77	4,55	11,10	3,64	2,98	9,52	2,69	2,56	11,26	2,41	4,06
D/K	0,68	0,73	0,22	0,70	0,73	0,44	0,69	0,72	0,33	0,65	0,67	0,36	0,63	0,65	0,34
Centro															
K/E	12,45	5,24	5,90	17,11	5,36	5,79	9,68	5,37	6,67	5,59	4,26	4,01	7,79	4,12	5,05
D/E	10,65	3,80	6,66	15,19	3,92	4,21	8,10	3,91	3,12	6,28	2,94	3,45	6,31	2,83	3,14
D/K	0,70	0,74	0,21	0,71	0,74	0,32	0,71	0,74	0,31	0,67	0,69	0,33	0,66	0,68	0,32
Sud e Isole															
K/E	9,74	4,32	4,96	68,31	4,37	5,56	7,30	4,35	6,02	15,09	3,72	5,34	2,14	3,59	4,77
D/E	8,06	2,92	3,35	63,68	2,97	2,12	5,79	2,93	3,18	13,11	2,38	4,62	3,05	2,24	3,09
D/K	0,66	0,68	0,25	0,68	0,69	0,55	0,68	0,69	0,33	0,64	0,65	0,64	0,63	0,64	0,88
Italia															
K/E	28,93	5,06	4,66	30,71	5,17	5,63	12,78	5,05	6,21	18,51	4,06	6,67	21,00	3,83	5,51
D/E	26,17	3,63	5,13	28,17	3,71	3,33	10,66	3,62	4,85	16,71	2,70	3,19	18,83	2,46	4,30
D/K	0,68	0,72	0,68	0,70	0,73	0,92	0,69	0,72	0,90	0,65	0,67	0,35	0,63	0,65	0,87

Sotto il profilo della redditività, si evince una estrema variabilità nel rendimento del capitale proprio, con valori del ROE che aumentano fino al 2007, per poi decrescere velocemente negli anni successivi. Si rileva, inoltre, una sensibile differenza tra la redditività del capitale proprio e del capitale investito espressa dalle imprese del nord rispetto a quelle del centro ed in misura maggiore a quelle del sud.

Tab. 7 - La redditività

	2005			2006			2007			2008			2009		
	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD
Nord															
MOL	263	176	330	291	202	335	324	228	362	306	210	462	224	152	342
ROE	0,67%	5,33%	6,51	-2,70%	6,06%	8,64	11,11%	8,28%	5,20	14,89%	4,81%	11,58	-2,79%	2,07%	5,59
ROI	6,49%	5,27%	0,10	7,24%	5,78%	0,09	7,88%	6,14%	0,10	6,71%	5,04%	0,24	3,54%	3,23%	0,10
ROD	2,34%	1,96%	0,03	2,48%	2,05%	0,03	2,76%	2,39%	0,03	2,54%	2,11%	0,10	2,33%	1,92%	0,04
ROS	4,21%	4,39%	0,33	5,03%	4,75%	0,53	5,90%	5,03%	0,17	1,97%	4,39%	3,32	2,02%	3,17%	1,09

continua...

... continua

Centro															
MOL	229	154	303	259	174	334	277	190	332	226	178	1.651	216	144	343
ROE	0,79%	4,91%	1,94	-5,65%	4,99%	5,16	10,47%	6,10%	1,40	69,54%	3,89%	38,96	-7,77%	2,31%	5,25
ROI	5,67%	4,79%	0,09	6,47%	5,44%	0,09	6,54%	5,61%	0,08	4,11%	4,49%	0,63	3,52%	3,41%	0,08
ROD	2,53%	2,17%	0,02	2,71%	2,31%	0,03	2,99%	2,63%	0,03	3,24%	2,95%	0,03	2,64%	2,20%	0,05
ROS	10,88%	4,17%	3,21	5,19%	4,57%	0,13	5,55%	4,73%	0,16	3,50%	4,16%	0,50	3,72%	3,52%	0,40
Sud e Isole															
MOL	267	164	403	284	183	360	293	198	362	277	190	376	248	172	382
ROE	5,38%	3,69%	0,80	-6,71%	3,92%	30,80	4,10%	3,96%	1,13	-6,62%	2,88%	2,14	10,74%	2,02%	11,19
ROI	4,47%	3,74%	0,10	4,68%	4,02%	0,07	4,64%	4,15%	0,08	4,06%	3,61%	0,07	2,44%	2,83%	0,13
ROD	2,42%	1,99%	0,03	2,55%	2,18%	0,04	2,90%	2,54%	0,03	3,04%	2,73%	0,03	2,56%	2,24%	0,02
ROS	1,23%	4,07%	0,87	5,15%	4,44%	1,08	4,08%	4,50%	0,22	3,23%	4,32%	0,24	2,97%	3,59%	0,58
Italia															
MOL	257	171	334	284	195	337	312	217	357	288	201	824	224	153	346
ROE	1,10%	5,07%	5,54	-10,20%	5,54%	12,46	10,10%	7,33%	4,44	22,90%	4,36%	19,53	-1,80%	2,13%	6,28
ROI	6,10%	4,99%	0,09	6,80%	5,51%	0,09	7,20%	5,80%	0,09	5,90%	4,76%	0,34	3,30%	3,22%	0,10
ROD	2,30%	2,01%	0,02	2,90%	2,10%	0,43	2,80%	2,45%	0,03	3,00%	2,76%	0,03	2,40%	2,00%	0,04
ROS	5,15%	4,31%	1,45	5,07%	4,69%	0,57	5,64%	4,92%	0,17	2,39%	4,33%	2,80	2,42%	3,28%	0,95

Informazioni aggiuntive possono essere tratte integrando gli indicatori di redditività con gli indici di indebitamento, attraverso lo studio della leva finanziaria. Partendo dalla nota relazione algebrica che la rappresenta, ovvero:

$$ROE = \left\{ \frac{D}{E} (ROI - ROD) + ROI \right\} (1 - t)$$

L'analisi sui dati del campione è stata concentrata sul fulcro della manovra e cioè sull'effetto "semplice" della leva (il differenziale tra ROI e ROD) e sull'effetto "ponderato" rispetto al rapporto di indebitamento D/E (tab. 8).

Tab. 8 - La leva finanziaria

	2005		2006		2007		2008		2009	
	Media	Mediana								
Nord										
Effetto semplice	0,043	0,028	0,050	0,033	0,051	0,032	0,043	0,018	0,010	0,010
Effetto ponderato	0,299	0,104	0,326	0,124	0,254	0,121	0,170	0,054	0,058	0,024
Centro										
Effetto semplice	0,031	0,021	0,038	0,024	0,035	0,022	0,009	0,012	0,009	0,008
Effetto ponderato	0,073	0,085	0,333	0,104	0,200	0,093	0,138	0,036	0,041	0,023

continua ...

...continua

Sud e Isole										
Effetto semplice	0,021	0,013	0,021	0,014	0,017	0,011	0,010	-0,007	-0,001	0,004
Effetto ponderato	0,225	0,032	0,044	0,040	0,080	0,031	0,013	0,013	0,267	0,009
Italia										
Effetto semplice	0,037	0,024	0,038	0,028	0,045	0,026	0,029	0,015	0,010	0,008
Effetto ponderato	0,111	0,087	0,167	0,105	0,310	0,102	0,240	0,042	0,092	0,020

Per l'intero periodo considerato si evidenzia, tranne alcune eccezioni, un effetto positivo della leva finanziaria, segnalando una capacità di generare reddito dagli investimenti posti in essere superiore rispetto al costo dei finanziamenti ottenuti. Tale differenziale positivo è destinato ad accrescere il rendimento dell'*equity* attraverso la ponderazione dello stesso con il rapporto di indebitamento e dunque attraverso la crescita del ricorso al debito.

Come evidenziato dalla rassegna della letteratura proposta, nelle imprese di piccole dimensioni un ruolo di estremo rilievo è giocato dall'auto-finanziamento, ovvero dalla capacità dell'organizzazione di provvedere in maniera autonoma alla copertura del fabbisogno. I dati emersi dai bilanci sono contenuti in tabella 9.

Tab. 9 - Autofinanziamento

	2005			2006			2007			2008			2009		
	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD	Media	M.ana	SD
Nord															
AF	41	12	221	50	14	263	67	23	299	54	16	269	9	6	297
AF all.	169	101	266	175	108	301	198	128	330	188	122	299	139	90	312
AF/K	1,98%	0,75%	0,08	2,13%	0,80%	0,07	2,70%	1,25%	0,08	2,29%	0,88%	0,08	0,23%	0,29%	0,08
AFall/K	7,31%	6,15%	0,09	7,14%	6,01%	0,08	7,76%	6,42%	0,08	7,09%	5,77%	0,08	5,16%	4,70%	0,09
Centro															
AF	28	11	175	39	12	194	47	15	205	25	13	243	8	8	241
AF all.	140	86	229	154	92	250	167	103	261	151	102	270	135	86	288
AF/K	1,42%	0,64%	0,07	1,70%	0,67%	0,07	1,90%	0,78%	0,06	1,29%	0,61%	0,07	0,41%	0,36%	0,07
AFall/K	6,28%	5,29%	0,08	6,33%	5,13%	0,07	6,55%	5,33%	0,07	5,78%	4,84%	0,08	4,90%	4,31%	0,07
Sud e Isole															
AF	45	11	311	49	14	413	43	15	239	25	16	260	10	11	322
AF all.	190	103	385	199	111	477	195	117	321	181	118	315	169	110	373
AF/K	1,18%	0,67%	0,80	1,35%	0,68%	30,80	1,26%	0,69%	1,13	1,11%	0,63%	2,14	0,03%	0,44%	11,19
AFall/K	6,40%	5,41%	0,07	6,32%	5,23%	0,07	6,16%	5,23%	0,07	5,65%	4,77%	0,06	4,48%	4,38%	0,13

continua ...

...continua

Italia															
AF	39	12	224	48	144	272	61	20	264	46	16	277	9	7	290
AF all.	163	99	275	173	107	315	192	122	318	181	117	296	146	94	314
AF/K	1,68%	0,69%	0,08	1,91%	0,73%	0,07	2,42%	1,04%	0,07	1,93%	0,73%	0,07	0,36%	0,32%	0,09
AFall/K	6,84%	5,49%	0,09	6,81%	5,41%	0,08	7,32%	5,33%	0,08	6,63%	5,00%	0,08	5,13%	4,59%	0,09

A tal proposito occorre in primo luogo segnalare che il calcolo dell'autofinanziamento in senso stretto, ovvero inteso come capacità di finanziare l'impresa attraverso una procedura di ritenzione degli utili, è avvenuto presumendo l'integrale reinvestimento dell'utile netto conseguito, non avendo a disposizione informazioni in merito alla politica dei dividendi adottata dalle imprese. Sulla base di tale ipotesi, si è proceduto a calcolare l'autofinanziamento in senso stretto come media di tutti i risultati (positivi) registrati dalla gestione. Inoltre, è stata definita la misura dell'autofinanziamento allargato, ovvero comprensivo non soltanto degli utili conseguiti, ma anche delle quote di ammortamento e degli accantonamenti contabilizzati che, stante la loro natura di costi non monetari, non determinano uscite sotto il profilo finanziario e possono dunque considerarsi fonti di autofinanziamento. È altresì interessante notare il contributo offerto dall'autofinanziamento, in termini percentuali, alla copertura del fabbisogno generato dagli investimenti.

L'analisi dei dati si completa con una stima del valore creato dalle imprese del campione nel periodo di tempo considerato. Il modello di riferimento impiegato a tale scopo è quello dell'EVA espresso dal seguente algoritmo:

$$EVA = NOPAT - (CIN \cdot wacc)$$

Dove

NOPAT = net operating income after taxes, ovvero reddito operativo al netto delle imposte relative alla sola gestione operativa;

CIN = capitale investito netto, ovvero al netto delle passività operative (o spontanee) sulle quali non gravano oneri finanziari espliciti;

wacc = weighted average cost of capital¹¹.

¹¹ $wacc = K_d (1 - t) \frac{D}{D+E} + K_e \frac{E}{D+E}$

$K_d = ROD$

$K_e = r_f + (r_m - r_f) \beta$

L'applicazione del modello ai bilanci delle micro e piccole imprese italiane ha posto però alcuni problemi:

- come affermato in precedenza, la massiccia presenza di bilanci in forma abbreviata, privi pertanto del dettaglio dei debiti, non consente di individuare l'esatta consistenza delle passività spontanee ed in particolare dei debiti verso fornitori, voce indispensabile per il calcolo del CIN. Per ovviare tale problema, è stata applicata e sottratta al capitale investito la percentuale individuata dalla Banca d'Italia come rappresentativa dei debiti commerciali delle imprese italiane;
- assenza dei dati necessari per il calcolo della rischiosità d'impresa, sintetizzata nel coefficiente beta. Seguendo l'impostazione utilizzata nei lavori di Mackie-Mason (1990) e Wald (1999) per il calcolo del rischio di *default*, si è proceduto a sostituire il beta con la deviazione standard del ROI.

Adottando tali modifiche si è giunti alla determinazione di una configurazione dell'EVA che è possibile definire "modificata", indicata con EVA*. I principali risultati ottenuti dall'analisi sono riportati in tabella 10.

Tab. 10 - Il calcolo dell'EVA*

	2006			2007			2008			2009		
	Media	M.ana	SD									
Nord												
NOPAT	105	68	220	132	86	246	121	77	391	53	43	281
CIN	2.464	1.753	2.318	2.467	1.758	2.323	2.707	1.884	2.819	2.686	1.848	3.004
Ke	3,25%	3,18%	0,00	4,15%	4,08%	0,00	3,94%	3,83%	0,01	1,11%	1,00%	0,01
WACC	1,19%	1,22%	0,23	1,78%	1,62%	0,54	1,54%	1,91%	0,44	1,00%	0,84%	0,28
EVA*	76	51	510	90	60	492	66	47	774	29	30	990
Centro												
NOPAT	94	62	206	107	74	225	63	69	1.636	57	46	246
CIN	2.485	1.673	2.657	2.470	1.668	2.546	2.730	1.798	3.068	2.794	1.831	3.451
Ke	3,24%	3,17%	0,00	4,14%	4,07%	0,00	3,97%	3,81%	0,03	1,12%	0,98%	0,03
WACC	1,14%	1,20%	0,08	3,53%	1,59%	1,15	1,80%	1,87%	0,66	0,85%	0,84%	0,11
EVA*	66	47	343	-64	51	7.227	23	43	2.648	29	36	303
Sud e Isole												
NOPAT	92	57	211	101	66	216	89	67	266	60	51	282
CIN	3.037	2.030	3.579	3.057	2.052	3.581	3.468	2.332	4.453	3.548	2.295	4.600
Ke	3,23%	3,16%	0,00	4,12%	4,06%	0,00	3,88%	3,79%	0,00	1,05%	0,95%	0,00
WACC	0,95%	1,45%	0,12	1,65%	1,84%	0,20	2,24%	2,03%	0,30	2,25%	0,88%	0,52
EVA*	76	32	835	76	34	1.478	-7	30	885	14	36	563

continua ...

...continua

Italia												
NOPAT	102	66	216	124	81	240	107	75	788	54	45	275
CIN	2.273	1.177	4.053	2.275	1.199	4.056	3.028	1.440	5.622	3.108	1.474	6.007
Ke	4,98%	3,22%	1,74	5,88%	4,12%	1,85	6,04%	3,90%	2,13	2,98%	1,04%	1,67
WACC	3,04%	1,23%	1,62	3,12%	1,59%	1,07	4,14%	1,55%	2,89	7,03%	0,67%	5,44
EVA*	81	55	404	74	64	3.189	83	54	2.640	37	37	758

A fronte di un valore dell'EVA* pressoché stabile nei primi anni, si assiste ad un repentino decremento di valore creato nel 2009, anno che, stando ai dati emersi nella presente indagine, risulta quello più colpito dalla congiuntura economica negativa. Conformemente a quanto riportato dalla letteratura empirica, si registra una crescita del costo del capitale acquisito sia con il vincolo di pieno rischio (fino al 2008), sia a titolo di debito.

Conclusioni

L'indagine svolta ha inteso porre l'accento sulle difficoltà finanziarie delle piccole e micro imprese italiane, per loro natura soggette a vincoli nell'acquisizione delle fonti necessarie a soddisfare il loro fabbisogno ed oggi particolarmente colpite dalla crisi finanziaria in atto e dalle conseguenze generate dalla scarsa disponibilità di credito. L'analisi dei dati di bilancio di 15.779 aziende ha permesso di delineare un quadro di riferimento con diverse criticità, ma anche con alcuni segnali positivi. A conferma di quanto riportato dalla letteratura di riferimento, le piccole e micro imprese italiane presentano: un capitale investito soprattutto in attivo circolante, con scarse immobilizzazioni da offrire in garanzia; un consistente *equity gap*; una forte dipendenza dal debito; una situazione reddituale altalenante e tendente a peggiorare soprattutto a partire dal 2008; una crescita delle rimanenze e dei crediti, a significare difficoltà nelle vendite e nei rapporti con la clientela; un aumento del costo del capitale. A fronte di tali aspetti negativi, le imprese indagate denotano buone capacità (potenziali) di autofinanziamento, circostanza che consente loro di non rinunciare a tutti i progetti di investimento profittevoli. Inoltre, nonostante il periodo di crisi, le imprese mantengono, in media, valori positivi nello spread tra ROI e ROD e dunque ulteriori margini di indebitamento. Si segnala, infine, la capacità di creare valore, nonostante valori dell'EVA modificato in netta diminuzione soprattutto nel 2009.

Roberta Pace,
Università degli Studi dell'Aquila,
roberta.pace@ec.univaq.it

Riassunto

Le micro e piccole imprese sono chiamate a fronteggiare stringenti vincoli finanziari e, negli ultimi anni, devono altresì gestire gli effetti della crisi finanziaria, soprattutto in termini di riduzione della liquidità. Prendendo avvio dalla letteratura teorica ed empirica sia in tema di vincoli finanziari delle PMI, sia sul fronte degli effetti reali delle crisi finanziarie, il presente contributo svolge una indagine sulla situazione della struttura finanziaria delle micro e piccole imprese italiane. L'obiettivo consiste nel verificare, attraverso una analisi di 15.779 bilanci, quali sono le caratteristiche ed i problemi finanziari delle imprese italiane, nonché la loro capacità di generare valore durante un periodo di crisi.

Abstract

Small and micro enterprises have to face stringent financial constraints and, in recent years, they also have to face the effects of the financial crisis and a drop of liquidity. Starting from theoretical and empirical literature reviews about the main financial difficulties of SMEs and about the real effects of financial crises, the paper investigates the situation of the Italian micro and small firms financial structure. The aim is to verify, analyzing the balance sheets of 15.779 companies, which are characteristics and financial problems of Italian firms and if they are able to create value during a crisis.

Classificazione Jel: L11, G30, G01, G32, G3

Keywords (Parole chiave): piccole e micro imprese, vincoli finanziari, crisi finanziaria, struttura finanziaria, creazione del valore (small and micro enterprises, financial constraints, financial crisis, financial structure, creating value)

Bibliografia

Allen F. - Babus A. - Carletti E. (2009), *Financial Crises: Theory and Evidence*, disponibile all'indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1422715>

Allen F. - Carletti E. (2008), *The Role of Liquidity in Financial Crises*, disponibile all'indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1268367>

Allen F. - Gale D. (2007), *An Introduction to Financial Crises*, Wharton Financial Institutions Center, Working Paper, n. 7.

Amodeo D. (1949), *Sul processo di autofinanziamento*, in «Studi economici ed aziendali», n. 6.

Ang J.S. (1991), *Small business uniqueness and the theory of financial management*, in «Journal of Small Business Finance», 1, pp. 1-13.

Arcelli M. (1994), *Il finanziamento delle piccole e medie imprese: situazione attuale e prospettive*, in «Economia Italiana», 34, pp. 291-307.

Ardemani E. (1961), *L'autofinanziamento nell'economia delle imprese e la sua misurazione*, Milano, Marzoni.

Ayyagari M. - Demirgüç-Kunt A. - Maksimovic V. (2006), *How Important Are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment*, World Bank Policy Research Working Paper, n. 3820.

Beck T. - Demirgüç-Kunt A. (2006), *Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint*, in «Journal of Banking & Finance», 30, pp. 2931-2943.

Beck T. - Demirgüç-Kunt A. - Laeven L. - Levine R. (2005), *Finance, Firm Size, and Growth*, World Bank Policy Research Working Paper, n. 3485.

Bennet Stewart G. (1991), *The quest for value: the EVA™ management guide*, New York, Harper Business.

Berger A.N. - Udell G.F. (1998), *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle*, in «Journal of Banking & Finance», 22, pp. 613-673.

Berger A.N. - Udell G.F. (2002), *Small business credit availability and relationship lending: the importance of bank organizational structure*, in «The Economic Journal», 112, pp. F32-F53.

Berger A.N. - Udell G.F. (2006), *A more complete conceptual frame work for SME finance*, in «Journal of Banking & Finance», 30, pp. 2945-2966.

Bernanke B.S. - Gertler M. - Gilchrist S. (1996), *The Financial Accelerator and the Flight to Quality*, in «The Review of Economics and Statistics», 78, 1, pp. 1-15.

Bertoni A. (1994), *Quale finanza per le imprese italiane*, in «Finanza Imprese e Mercati», Marzo, pp.13-31.

Bhattacharya S. - Thakor A.V. (1993), *Contemporary banking theory*, in «Journal of Financial Intermediation», 3, 1, pp. 2-50.

Bianchi T. (1963), *L'autofinanziamento*, Milano, Giuffrè.

Bigelli M., Sandri S., Mengoli S., 2001, *I fattori determinanti la struttura finanziaria delle imprese italiane: una verifica empirica sulle società quotate*, in «Finanza Marketing e Produzione», 19, 4, pp. 71-93.

Bini M. (1996), *Finanza delle imprese minori. Caratteri e ipotesi di sviluppo*, in Atti del Convegno AIDEA, *Vitalità del capitale di rischio e fattori di sviluppo delle piccole e medie aziende*, Bologna, Clueb.

Boot A.W.A. - Thakor A.V. (2000), *Can relationship banking survive competition?*, in Journal of Finance, vol. 55, n. 2, pp. 679-713.

Brighi P. - Torluccio G. (2008), *Selezione e specificazione delle fonti di finanziamento nelle PMI in Italia*, in «Banca impresa Società», 1, pp. 71-112.

Campanella F. (2009), *Relationship lending nel mercato creditizio delle PMI: evidenze empiriche nel Mezzogiorno*, in «Finanza Marketing e Produzione», 3, pp. 56-85.

Campello M. - Graham J.R. - Harvey C.R. (2009), *The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis*, disponibile all'indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1357805>.

Campello M. - Giambona E. - Graham J.R. - Harvey C.R. (2010), *Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis*, disponibile all'indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1444009>.

Canovi L. - Grasso A.G. - Venturelli V. (2007), *Il fabbisogno di capitale di rischio delle PMI innovative in Italia*, in «Banca Impresa Società», 2, pp. 309-334.

Capizzi V. - Giovannini R. (2010), *Business angels e informal venture capital in Italia*, Roma, Bancaria Editrice.

Carpenter R.E. - Petersen B.C. (2002), *Is the growth of small firms constrained by internal finance?*, in «Review of Economics and Statistics», 84, 2, pp. 298-309.

Caruso A. - Palmucci F. (2008), *Scelte di finanziamento della crescita: un'indagine sulle PMI italiane*, in «Banca Impresa Società», 3, pp. 453-476.

Caselli S. (2003), *PMI e sistema finanziario. Comportamento delle imprese e strategia delle banche*, Milano, Egea.

Cattaneo M. (1963), *Le imprese di piccole e medie dimensioni. Tratti caratteristici con particolare riguardo all'economia delle imprese operanti nelle aree sottosviluppate*, Milano, Cisalpino.

Chittenden F. - Hall G. - Hutckinson P. (1996), *Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation*, in «Small business economics», 8, pp. 233-251.

Corigliano R., (1991), *Le relazioni banca impresa: assetto creditizio ed efficienza allocativa*, Milano, EGEA.

Corigliano R., (2006), *Corporate banking, credito e finanza delle imprese*, Roma, Bancaria editrice.

Dell'Ariccia G. - Detragiache E. - Rajan R. (2008), *The real effect of banking crises*, in «Journal of Financial Intermediation», 17, pp. 89-112.

Demirguc-Kunt A. - Detragiache E. (1998), *The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developed and Developing Countries*, in «International Monetary Fund», 45, 1, pp. 81-109.

Demirguc-Kunt A. - Maksimovic V. (1998), *Law, Finance, and Firm growth*, in «Journal of Finance», 53, 2107-2138.

Domenichelli O. (2008), *The pecking order theory in the context of small and medium sized enterprises: a note*, in «Piccola Impresa», 2, pp. 61-71.

Domenichelli O. - Pace R. - Vallesi M. (2011), *Mutui subprime, investimenti e struttura finanziaria: gli effetti reali della crisi finanziaria sulle imprese*, Roma, Quaderni monografici RIREA.

Duchin R. - Ozbas O. - Sensoy B.A. (2009), *Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis*, disponibile all'indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1286204>

Eichengreen B. - Rose A.K (1998), *Staying afloat when the wind shifts: External factors and emerging market banking crises*, NBER, working paper, . 6370. Forestieri G. - Onado M. (a cura di) (1999), *L'innovazione nel finanziamento delle piccole e medie imprese*, Milano, Egea.

Forestieri G. (2002), *Rapporto banca-impresa : struttura del mercato e politiche di prezzo*, Roma, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, 2002

Gaud P. - Hoesli M. - Bender A. (2007), *Debt-equity choice in Europe*, in «International Review of Financial Analysis», 16, 3, pp. 201-222.

Giannessi E. (1955), *L'equazione del fabbisogno di finanziamento*, Pisa, Corsi.

Graham J.R. - Harvey C.R. (2001), *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, in «Journal of Financial Economics», 60, 2-3, pp. 187-243.

Gualandri E. - Schwizer P. (2008), *Bridging the equity gap: il caso delle PMI innovative*, in «Studi e Note di Economia», 1, pp. 101-138.

Guiso L. (2003), *Small business finance in Italy*, EIB Papers, n. 2.

Hall G.C. - Hutchinson P.J. - Michaelas N. (2004), *Determinants of the capital structure of European SMEs*, in «Journal of Business Finance & Accounting», 31, pp. 711-728.

Ivashina V. - Scharfstein D. (2010), *Bank Lending During a Financial Crisis of 2008*, in «Journal of Financial Economics», 97, pp. 319-338.

Jensen M.C. - Meckling W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency*

Costs and Ownership Structure, in «Journal of Financial Economics», 3, 4, pp. 305-360.

Kaminsky G.L. - Reinhart C. (1999), *The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems*, in "American Economic Review", 89, 3, pp. 473-500.

Kraus A. - Litzenberger R.H. (1973), *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*, in «Journal of Finance», 28, 4, pp. 911-922.

Kroszner R.S. - Laeven L. - Klingebiel D. (2007), *Banking crises, financial dependence, and growth*, in «Journal of Financial Economics», 84, pp. 87-228.

Landi A. - Rigon A. (a cura di) (2006), *Finanza e sviluppo delle PMI in Europa. Banche e intervento pubblico nelle aree svantaggiate*, Rapporti ABI, Roma, Bancaria Editrice.

La Porta R. - Lopez de Silanes F. - Shleifer A. - Vishny R. (1997), *The Legal Determinants of External Finance*, in «Journal of Finance», 52, pp. 1131-1150.

La Rocca T. (2008), *Sviluppo locale e politiche finanziarie nelle piccolo e medie imprese italiane*, in «Finanza Marketing e Produzione», 26, 3, pp. 66-99.

Leland H.E. - Pile D.H. (1977), *Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*, in «Journal of Finance», 32, 2, pp. 371-187.

Lerner J. (1998), *"Angel" financing and public policy: An overview*, in «Journal of Banking and Finance», 22, pp. 773-783.

Levine R. (1997), *Financial development and Economic Growth: Views and Agenda*, in «Journal of Economic Literature», 35, pp. 688-726.

Lindgren C.J. - Balino T. - Enoch C. - Gulde A.M. - Quintyn M. - Teo L. (1999), *Financial sector crisis and restructuring: Lessons from Asia*, IMF, Occasional paper, n. 188.

Lins K. - Servaes H. - Tufano P. (2010), *What Drives Corporate Liquidity? An international Survey of Cash Holdings and Lines of Credit*, in «Journal of Financial Economics», 97, pp. 160-176.

Mackie-Mason J. K. (1990), *Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?*, in «The Journal of Finance», 45, 5, pp. 1471-1493.

Lorenzoni G. (1990), *L'architettura di sviluppo delle imprese minori. Costellazioni e piccoli gruppi*, Bologna, Il Mulino.

Manelli A. - Pace R. (2009), *Finanza di impresa. Analisi e metodi*, Torino, Isedi.

Mauro G. (1998), *Struttura finanziaria ed economia delle piccole imprese. L'analisi di una realtà periferica*, Giappichelli, Torino.

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

Mayers S.C. - Najluf N.S. (1984), *Corporate financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have*, in «Journal of Financial Economics», 13, pp. 187-221.

Minoja M. (2003), *Le piccole e medie imprese e la complessità: quali implicazioni per il rapporto banca impresa?*, Mimeo, SDA Bocconi.

Miwa Y. - Ramseyer M. (2005), *Does Relationship Banking Matter? The Myth of the Japanese Main Bank*, in «Journal of Empirical Legal Studies», 2, 2, pp. 261-302.

Modigliani F. - Miller M.H. (1958), *The Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment*, in «American Economic Review», 3, 48, pp. 261-297.

Modigliani F. - Miller M.H. (1963), *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, in «American Economic Review», 3, 53, pp. 433-443.

Mori M. (1988), *Banca e impresa : evoluzione e prospettive del rapporto*, Padova, CEDAM.

Munari L. (1979), *L'evoluzione della situazione finanziaria delle imprese*, Milano, Franco Angeli.

Mustilli M. - Sorrentino M. (2003), *Il business angel in Italia*, Milano, Giuffrè.

Onado M. (a cura di), (2004), *La banca come impresa*, Bologna, Il Mulino.

Ongena S.R.G. - Smith D.C. (2000), *What Determines the Number of Bank Relationship? Cross-Country Evidence*, in «Journal of Financial Intermediation», 9, 1, pp. 26-56.

Panetta F. - Signoretti F.M. (2010), *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, Roma, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 63.

Pencarelli T. - Dini L. (1995), *Teoria della struttura finanziaria e piccola impresa*, in «Piccola

Impresa – Small Business», n. 3, pp.47-86

Petersen M.A. (2004), *Information: Hard and Soft*, in Mimeo Kellogg School of Management, North-Western University.

Petrella G. (2001), *Sistemi finanziari e finanziamento delle imprese innovative: profili teorici ed evidenze empiriche dall'Europa*, in «Quaderni ref.», 4.

Popov A. - Udell G.F. (2010), *Cross-Border Banking and the International Transmission of Financial Distress During the Crisis of 2007-2008*, European Central Bank, Working Paper Series, n. 1203.

Rajan R. - L. Zingales (1998), *Financial Dependence and Growth*, in «American Economic Review», 88, pp 559-586.

Salotti V. (2007), *La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane e il rapporto con le banche: il triennio 1998-2000*, in «Banca Impresa Società», 1, pp. 113-147.

Storey D.J. (1994), *Finance and the small firm*, London, Routledge.

Titman S. - Wessels R (1988), *The Determinants of Capital Structure Choice*, in «The Journal of Finance», 43, 1, pp. 1-19.

Venanzi D. (1997), *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese: teoria, evidenza empirica e aspetti di metodo*, in «Finanza Marketing e Produzione», 15, 4, pp. 139-165.

Wald J. K. (1999), *How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Comparison*, in «The Journal of Financial Research», 22, 2, pp. 161-187.

Watson R. - Wilson N. (2002), *Small and medium size enterprise financing: a note on some of the empirical implications of a pecking order*, in «Journal of Business Finance & Accounting», 29, pp. 557-578.

Weinstein D. - Yafeh Y. (1998), *On the Costs of a Bank-Centred Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relationship in Japan*, in «Journal of Finance», 53, 2, pp. 635-672.

Zara C. - Feltrinelli E. (2006), *PMI, rapporti con i finanziatori e complessità d'impresa*, in «Banca Impresa Società», 2, pp. 281-310.