



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea Magistrale in economia e management

**Un'analisi del fenomeno delle imprese prive di  
debito**

**An analysis of the phenomenon of zero-leverage  
firms**

Relatore: Prof. Domenichelli Oscar

Tesi di Laurea di: Idone Lorenzo

Anno Accademico 2022 – 2023



# INDICE

## Introduzione

Capitolo 1 Le motivazioni a supporto dell'acquisizione di debito .....	5
1.1 Premessa .....	5
1.2 L'importanza del debito nella struttura finanziaria aziendale: la teoria tradizionale e il teorema di Modigliani Miller.....	7
1.3 La ricerca di un grado di indebitamento ottimale nel contesto della teoria del trade-off.....	19
1.3.1 Un alto grado di leverage e il rischio di fallimento: l'importanza del bilanciamento tra costi del dissesto finanziario e beneficio fiscale del debito .....	19
1.3.2 Il bilanciamento tra i benefici e i costi di agenzia del debito .....	25
1.4 La scelta del debito e le asimmetrie informative: la teoria del pecking order .....	37
1.5 Le caratteristiche delle imprese familiari e la loro propensione ad acquisire debito .....	41
1.6 Un riassunto dei principali benefici legati all'acquisizione del debito.....	49

Capitolo 2 Le ragioni a sostegno dell'assenza di indebitamento .....	53
2.1 Un'analisi preliminare del fenomeno delle imprese prive di debito .....	53
2.1.1 La crescita della propensione delle imprese per bassi livelli di indebitamento .....	55
2.1.2 L'analisi dello <i>zero-leverage puzzle</i> .....	59
2.2 L'impatto dei vincoli finanziari sulle politiche di indebitamento delle imprese .....	63
2.2.1 La scelta del grado di indebitamento delle imprese finanziariamente vincolate .....	63
2.2.2 La scelta del livello di <i>leverage</i> delle imprese finanziariamente non vincolate .....	69
2.3 La proprietà e il management delle imprese: come influenzano la struttura finanziaria .....	74
2.3.1 L'ipotesi del trinceramento manageriale sulla politica del debito .....	75
2.3.2 La struttura proprietaria e la tipologia di impresa, nell'ambito delle imprese prive di debito .....	79
2.4 L'influenza delle condizioni macroeconomiche e delle caratteristiche dei sistemi finanziari dei paesi sul grado di indebitamento delle imprese .....	87

Conclusioni

Bibliografia

## INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, il dibattito accademico e professionale sulle strategie di finanziamento delle imprese ha fatto emergere una particolare categoria di aziende in assoluta via di sviluppo che ha attirato l'attenzione degli studiosi.

Ci si riferisce alle *zero-leverage firms*, ovvero imprese che si caratterizzano per l'assenza di debito nella loro struttura finanziaria, prediligendo dunque, come fonti di finanziamento, il capitale proprio esterno e/o l'autofinanziamento.

Tale studio vuole essere di particolare importanza in quanto ultimamente, si è osservato non solo un crescente sviluppo nel perseguire tale politica da parte di un numero sempre maggiore di imprese, ma anche per il fatto che esse raggiungano risultati importanti e operino con successo in diversi settori, mercati e paesi.

In particolare, lo scopo della tesi è, da un lato, porre l'accento sulle caratteristiche delle imprese prive di debito, e sulle ragioni che le spingono a perseguire una politica *zero-leverage*, e, dall'altro, spiegare le motivazioni e i benefici che derivano dalla scelta opposta, ovvero quella di acquisire debito.

Per cui tramite il lavoro si intende rispondere ad alcune domande fondamentali: Quali sono le motivazioni che vi sono dietro all'acquisizione di debito? Quali sono i vantaggi legati all'indebitamento? Quali sono le caratteristiche delle imprese e come si è sviluppato il fenomeno zero leverage? Quali sono le motivazioni per cui le imprese in oggetto non ricorrono all'indebitamento?

Il lavoro, dunque, si concentrerà sulle imprese di differenti mercati-paesi e sulle scelte di struttura finanziaria, in particolare sul grado di indebitamento.

Nel primo capitolo si analizzeranno, quelle che sono le motivazioni a supporto del debito: questo, tramite un'esposizione dei principali filoni teorici sulla struttura finanziaria, in maniera tale da creare una base per osservare non solo le motivazioni dell'indebitamento, ma anche per capirne i benefici.

Inoltre, si propone in conclusione del capitolo, un paragrafo specifico relativo alle imprese a conduzione familiare, in quanto sono considerate importanti in ottica della tesi, vista la loro crescente presenza nei mercati, oltre che per le loro caratteristiche a livello di struttura finanziaria essendo particolarmente propense a ricorrere all'indebitamento.

Nel secondo capitolo, si affronterà il tema delle imprese prive di debito o *zero-leverage*, andando ad identificare i loro tratti distintivi.

Si vuole illustrare innanzitutto, lo *zero-leverage puzzle* quindi le caratteristiche delle imprese in oggetto, ma anche come esse siano cresciute e si siano sviluppate nel corso degli ultimi anni all'interno dei principali mercati mondiali.

Successivamente, si affronteranno una serie di motivazioni legate alla scelta di una politica finanziaria basata su bassi livelli di debito. In particolare si vuole esporre: il tema dei vincoli finanziari, per spiegare l'impatto che la loro presenza o meno ha sulla struttura finanziaria delle imprese in oggetto; in secondo luogo, come la struttura proprietaria e le idee dei manager concorrono in relazione

a tale politica. In conclusione del capitolo si spiegherà come le condizioni macroeconomiche e le caratteristiche dei paesi che ospitano le imprese in oggetto, rientrano nell'analisi dello *zero-leverage puzzle*.

Per lo svolgimento del presente lavoro si prevede un'analisi di materiale bibliografico specifico di Finanza aziendale, raccolto principalmente grazie alle risorse disponibili, anche on-line, della Facoltà di Economia "Giorgio Fuà" dell'Università Politecnica delle Marche.

Lo studio, tuttavia, non è privo di limiti, legati alla non continuità dei dati e ad una mancanza di letteratura specifica legata alla crisi derivata dal covid-19: in seguito a quest'ultimo aspetto è difficile stimare quante delle imprese che prima della pandemia perseguivano con successo una politica *zero leverage* abbiano continuato a farlo, soprattutto a causa della scarsa quantità di dati che ci sono.

Nonostante ciò, attraverso questa tesi, si vuole contribuire alla comprensione del fenomeno delle aziende prive di debito, fornendo un'analisi approfondita delle loro caratteristiche e delle ragioni che spingono alcune imprese ad adottare questa particolare strategia finanziaria.

Tutto questo tenendo in considerazione anche le motivazioni e i benefici che spingono le imprese ad attuare la politica opposta, ovvero quella legata a livelli di indebitamento più elevati.

L'aspettativa del lavoro è quella di illustrare il fenomeno delle imprese prive di debito, attraverso un'analisi approfondita della letteratura partendo dalle ragioni e

dai benefici del debito. Questo permette di distinguere a più livelli, una serie di situazioni in cui le imprese in oggetto, rifiutano eventuali benefici del debito e perseguono volutamente o meno una politica *zero-leverage*.



## CAPITOLO 1

### LE MOTIVAZIONI A SUPPORTO DELL'ACQUISIZIONE DI DEBITO

#### 1.1 PREMESSA

In questo capitolo, si vogliono analizzare le motivazioni a supporto dell'acquisizione di debito. Per fare ciò si andranno ad esaminare le principali teorie sulla struttura finanziaria delle imprese, in quanto così facendo, si comprendono quelli che sono i benefici legati ad un adeguato livello di *leverage*.

Il primo paragrafo farà riferimento alla teoria dei tradizionalisti, sviluppata da Dean (1951), Graham e Dodd (1951), Guthmann e Dougall (1955) e Solomon (1963)<sup>1</sup>, in cui si parlerà di come raggiungere una struttura finanziaria ottimale ricercando un grado di indebitamento target.

Sempre all'interno del medesimo paragrafo si svilupperà la teoria Modigliani Miller<sup>2</sup> attraverso le tre proposizioni che la contraddistinguono. Tale teoria è stata inserita all'interno della tesi nonostante che gli economisti arrivano alla conclusione che il valore di mercato di un'impresa è indipendente da come essa si finanzia. La scelta è stata fatta in quanto, in primo luogo, il teorema di Modigliani Miller rappresenta un caposaldo delle teorie sulla struttura finanziaria

---

<sup>1</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; p. 56

<sup>2</sup> Modigliani F. e Miller M.H. (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, in American Economic Review, 48 (3), pp. 261-297

dell'impresa, inoltre, è la base su cui poi si svilupperanno le teorie successive attraverso le quali si individueranno i benefici legati al debito.

Nel paragrafo seguente si passa all'analisi della teoria del trade-off, dove si osserverà che il valore di mercato di un'impresa *levered* è più grande di una *unlevered*. Nello specifico, inizialmente, si vedrà l'importanza di bilanciare i benefici legati all'indebitamento con i costi del dissesto finanziario. In seconda battuta si aggiungeranno i costi legati ai conflitti di agenzia che possono sorgere all'interno di un'azienda. E a tal proposito, per ogni tipologia di conflitto vedremo come il grado di *leverage* concorre ad ampliarli o diminuirli.

Successivamente nel paragrafo 1.4 si analizzerà la teoria del *pecking order* per completare così il quadro dei fondamenti teorici.

In conclusione del capitolo, si porrà l'accento sul caso delle imprese familiari, per comprendere le motivazioni, che spingono questa particolare categoria di aziende ad avere livelli di debito più elevati rispetto alle altre.

## **1.2 L'IMPORTANZA DEL DEBITO NELLA STRUTTURA FINANZIARIA AZIENDALE: LA TEORIA TRADIZIONALE E IL TEOREMA DI MODIGLIANI MILLER**

La teoria tradizionale si basa su una serie di assunti, tra cui principalmente<sup>3</sup>

- Assenza di imposte;
- Possibilità di modificare la struttura finanziaria senza sostenere costi;
- Per ogni aumento di debito diminuisce di pari valore l'equity;
- Le imprese assegnano come dividendo il reddito di impresa e tali dividendi non crescono nel tempo;
- Il rischio operativo è costante

Sulla base di questa serie di assunti i tradizionalisti, arrivano ad identificare un grado di indebitamento ottimale, andando ad osservare il rendimento richiesto sul debito, il rendimento richiesto sull'*equity* ed il rendimento mediamente richiesto sul capitale aziendale<sup>4</sup>.

Secondo i tradizionalisti, avremo che la struttura finanziaria ottimale si ha nel punto in cui l'impresa riesce a minimizzare il costo medio ponderato del capitale

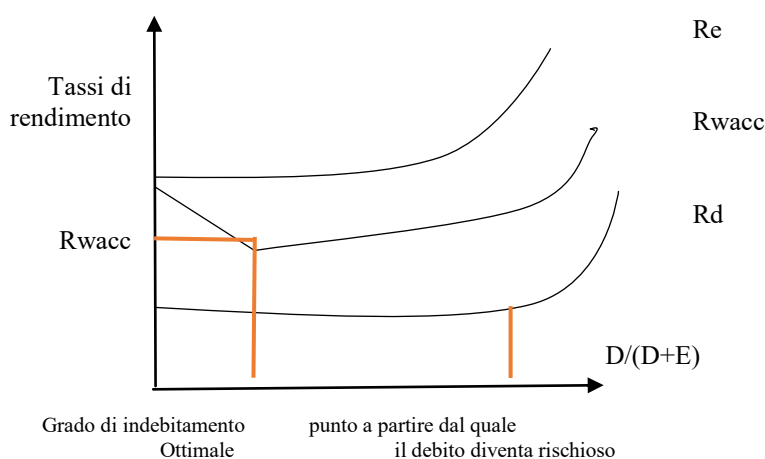
---

<sup>3</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; p. 56

<sup>4</sup>Il rendimento richiesto sul capitale aziendale o costo medio ponderato del capitale è rappresentato dal wacc ovvero il Weighted Average Cost of Capital, esso ci indica il costo che un'azienda deve sostenere per finanziare i suoi investimenti, tenendo conto della sua struttura finanziaria.

aziendale, in quanto coincide con il punto in cui il valore dell'impresa è massimizzato, come si può osservare dalla figura 1.1.

**Figura 1.1 “grado di indebitamento ottimale secondo i tradizionalisti**



Fonte: (Domenichelli O.; *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino; p. 58)<sup>5</sup>

Al crescere del livello di *leverage* e quindi del livello di rischio finanziario prima e di fallimento poi, cresce il rendimento richiesto dagli azionisti, mentre segue un andamento diverso il rendimento richiesto sul capitale aziendale. Infatti, esso diminuisce in una prima fase, grazie all'effetto riduttivo<sup>6</sup> che l'aumento del debito ha su  $R_{wacc}$ , non compensato dall'aumento del rendimento richiesto dagli azionisti. In un secondo momento  $R_{wacc}$  tende invece a risalire in quanto l'effetto

<sup>5</sup> L'autore riprende il grafico dalla seguente fonte: Watson D. e Head A. (2007), *Corporate Finance. Principles e Practice*, Fourth edition, Pearson education limited, Harlow, England.

<sup>6</sup> L'effetto riduttivo è legato al fatto che il peso del rendimento richiesto sul debito aumenta, ma comunque è meno costoso dell'equity.

riduttivo su  $R_{wacc}$  dell'aumento del debito è più che compensato dall'aumento del rendimento richiesto sull'*equity* legato al crescere del rischio finanziario e poi di fallimento che grava sugli azionisti<sup>7</sup>. Proprio in corrispondenza del termine della flessione verso il basso si troverà il valore minimo del rendimento richiesto sul capitale aziendale, ovvero il punto nel quale si identifica il grado di indebitamento ottimale e conseguentemente il punto in cui massimizza il valore dell'impresa.

Ciò in ottica della tesi fa comprendere come la presenza del debito nella struttura finanziaria sia di primaria importanza in quanto esso è sempre meno costoso dell'*equity*. Per cui il grado di indebitamento ottimale è quello che minimizza il costo medio ponderato del capitale rendendo massimo il valore dell'impresa, almeno questo secondo i tradizionalisti.

Successivamente si passa all'analisi della teoria di Modigliani e Miller, sviluppata appunto da Franco Modigliani e Merton Miller nel 1958<sup>8</sup>, dove gli economisti hanno proposto una teoria basata su tre proposizioni sviluppate su una base di assunti che derivano da un'evoluzione di quelli posti dall'approccio tradizionale alla struttura finanziaria<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; pp. 57

<sup>8</sup> Modigliani F. e Miller M.H. (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, in American Economic Review, 48 (3), pp. 261-297

<sup>9</sup>Tale approccio si basa su una serie di assunti come: assenza di imposte, possibilità di modificare la struttura finanziaria senza sostenere costi, per ogni aumento di debito diminuisce di pari valore l'*equity*, le imprese assegnano come dividendo il reddito di impresa e tali dividendi non crescono

Modigliani e Miller sviluppano le tre proposizioni, sulla base dei seguenti assunti<sup>10</sup>:

- Mercati perfetti.
- Mercati completi, ovvero, i prezzi si formano sulla base di tutte le informazioni disponibili.
- Le imprese possono essere inserite in classi omogenee di rischio operativo.
- Tutti gli investitori hanno la stessa opinione sull'andamento dei titoli.
- Tutti gli individui sono razionali.

Inoltre, mercati perfetti significa:

- Assenza di frizioni all'interno dei mercati, quindi assenza di costi di transazione, di imposte ecc.
- Assenza di fallimento.
- Imprese e individui possono prestare e investire denaro allo stesso tasso privo di rischio.
- Non vi sono grandi compratori e venditori di servizi e titoli.
- Le informazioni disponibili sono gratuite e per tutti.
- Gli individui sono razionali e tendono a massimizzare la loro utilità.

---

nel tempo, infine il rischio operativo è costante. Secondo questa teoria la struttura finanziaria ottimale si ha nel punto in cui l'impresa riesce a minimizzare il costo del capitale aziendale, in quanto coincide con il punto in cui il valore dell'impresa è massimizzato considerati gli assunti dell'approccio.

<sup>10</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; pp 58-59  
citando:

Swanson Z. Srinidhi B. e Seetharaman A. (2003), The Capital Structure Paradigm. Evolution of Debt/equity choices, Praeger, Westport-Connecticut, London; p. 14 e pp. 25-26

La prima proposizione in Modigliani & Miller (1958, p. 268)<sup>11</sup>: viene elaborata nel seguente modo: “il valore di mercato dell’impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria” quindi al variare del suo grado di indebitamento il valore dell’impresa non cambia<sup>12</sup>.

Questo significa sostanzialmente che considerando gli assunti elencati precedentemente, gli investitori si procurano da soli le informazioni necessarie per identificare le loro strategie sul mercato finanziario, anche indebitandosi a loro volta. Essi non andranno in alcun modo a riconoscere un premio per la struttura finanziaria di un’impresa rispetto ad un’altra poiché non ne traggono beneficio, quindi il valore dell’impresa non dipende da come essa finanzia i propri progetti imprenditoriali<sup>13</sup>.

Quanto alla seconda proposizione della teoria, in questo caso Modigliani e Miller elaborano il seguente concetto: “il rendimento richiesto sul capitale proprio di un’azienda è uguale all’appropriato rendimento del capitale proprio in assenza di debito per quella classe di rischio operativo più un premio per il rischio finanziario dato dal rapporto debito *equity* moltiplicato per la differenza tra

---

<sup>11</sup> Modigliani F. e Miller M.H., 1958, The cost of capital, Corporation finance and the theory of investment, in American Economic Review, 48(3), p. 268

<sup>12</sup> Questo in quanto è possibile calcolare il valore di mercato dell’impresa scontando i flussi di cassa attesi per i creditori con il costo del capitale aziendale dunque ci si disinteressa delle modalità con cui l’impresa si finanzia (Domenichelli, 2013, pp. 59)

<sup>13</sup> L’elemento che più interessa ai vari Stakeholders è infatti il valore dell’impresa, secondo questa proposizione esso, non dipende da come è finanziata l’impresa. (Modigliani e Miller, 1958, pp. 268)

rendimento del capitale proprio in assenza di debito e il rendimento del debito”<sup>14</sup>(Modigliani & Miller, 1958, pp. 271)<sup>15</sup>.

Per comprendere poi il fatto che il costo medio ponderato del capitale sia costante al variare del grado di indebitamento aziendale è utile fare un passo indietro e ribadire il punto fondamentale esplicito nella prima proposizione, ovvero che l’utile operativo non è influenzato dalle modalità di raccolta del capitale aziendale e che il valore di mercato dell’azienda non dipende dalla sua struttura finanziaria, per cui, avremo che il rapporto tra utile operativo e valore aziendale è costante indipendentemente dalla composizione della struttura finanziaria<sup>16</sup>.

Una volta che abbiamo chiarito ciò, si può passare al punto della seconda proposizione ovvero che all’aumentare del grado di indebitamento si innalza il rendimento richiesto sui mezzi propri, questo perché aumenta il rischio per gli azionisti che chiederanno un rendimento più elevato all’aumentare del rapporto debito su *equity* dell’impresa<sup>17</sup>.

Inoltre, avremo che il costo del capitale aziendale è pari al rendimento richiesto sui mezzi propri quando l’impresa è *unlevered* quindi quando non ricorre al debito, oltre a questo, il rendimento richiesto sul debito è costante, poiché si sta

---

<sup>14</sup> In simboli:  $Re = ReU + D/E \times (ReU - Rd)$  fonte: (Domenichelli O. (2013), Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; p 61)

<sup>15</sup> Modigliani F. e Miller M.H. (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, in American Economic Review, 48 (3), pp. 271

<sup>16</sup> Domenichelli O. (2013); Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; pp. 61

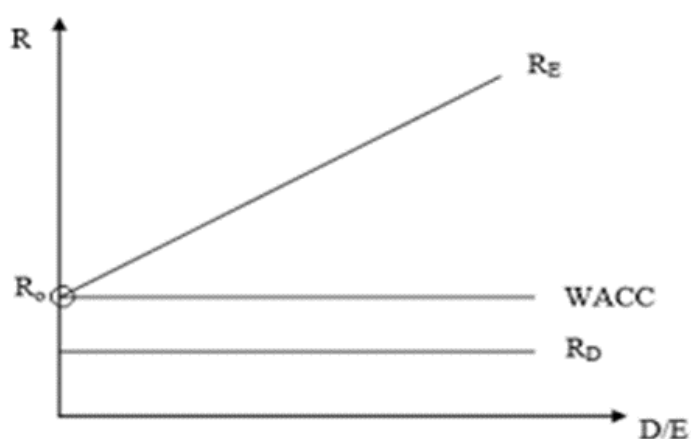
<sup>17</sup> Vedi figura 1.2



presupponendo l'assenza di fallimento, che va quindi chiaramente ad indirizzare tale andamento (figura 1.1)<sup>18</sup>.

#### FIGURA 1.2: Costo del capitale proprio al variare

Del grado di indebitamento nel modello Modigliani Miller (Modigliani & Miller, 1958, p.271)



Fonte: Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J.F. (1997), *finanza aziendale*, il Mulino, Bologna, figura 14.3, p. 519<sup>19</sup>

Tale situazione varia, nel momento in cui viene considerata la possibilità di introdurre il fallimento, dove all'elevarsi del rapporto debito su *equity* il rendimento richiesto sul capitale di debito non è più costante, ma sale in maniera vertiginosa per elevati livelli di *leverage*. Lo stesso lo possiamo osservare anche per il rendimento richiesto sui mezzi propri che da una retta che cresce in maniera

<sup>18</sup> Per RE si intende il rendimento richiesto sul capitale proprio; per RD si intende il rendimento richiesto sul capitale di debito; per RWACC si intende il costo del capitale aziendale; per D/E si intende il rapporto debito su equity; per R i tassi di rendimento

<sup>19</sup> La figura è stata citata in: Domenichelli O. (2013). *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino, figura 14.3, p. 63

costante si può vedere come anche essa cambia il suo andamento andando verso tassi di rendimento richiesti più elevati.

Per concludere il paragrafo si prosegue con la terza proposizione di Modigliani Miller considerando che è una diretta conseguenza delle prime due, infatti essa si esplica nella seguente maniera: “un’impresa che agisce nell’interesse dei propri azionisti, deciderà di sfruttare un’opportunità di investimento se e solo se il tasso di ritorno dell’investimento è almeno pari all’appropriato rendimento del capitale proprio in assenza di debito, tale decisione non sarà influenzata dalle modalità di finanziamento dell’investimento”(Modigliani & Miller, 1958, p. 288)<sup>20</sup>.

Dunque, semplificando l’azienda ed i suoi manager accetteranno un investimento solo se il tasso di rendimento atteso del progetto è pari o superiore al costo del capitale aziendale.

Quindi ciò che si osserva è che un manager secondo tale assunto, dovrà individuare quelli che sono i possibili investimenti che vanno a creare valore per l’azienda e conseguentemente per gli stakeholder, senza andare a vedere come tali vengano finanziati<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> Modigliani F. e Miller M.H. (1958), The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, in American Economic Review, 48 (3), pp. 288

<sup>21</sup> Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino, pp. 64

Fino a questo punto si osserva, tramite tale teoria, una nulla importanza del debito nella struttura finanziaria, tuttavia in una situazione di economia reale in cui un'impresa potrebbe operare cambiano considerevolmente le carte in tavola.

Gli stessi economisti infatti, modificano le loro precedenti proposizioni, includendo la possibilità di pensare all'interno del modello la presenza dell'imposizione fiscale.

Questo da un risvolto importante al presente capitolo, poiché si comincerà a parlare dei benefici legati all'acquisizione di debito nella struttura finanziaria delle imprese. Nello specifico si dimostrerà almeno in maniera teorica, che un'impresa con debito più elevato riesce ad approvvigionarsi maggiormente del risparmio fiscale derivante dal debito divenendo così più attrattiva e remunerativa per gli stakeholder.

A tal proposito la proposizione modificata di Modigliani Miller indica quanto segue: “il valore dell'impresa è data dal suo valore quando essa è priva di debito, a cui si aggiunge il valore attuale del beneficio fiscale derivante dal debito”<sup>22</sup>.

Quindi in sostanza il valore dell'impresa indebitata è dato dalla somma del valore dell'impresa senza debito più il valore attuale dei benefici fiscali derivanti dal debito<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup>Brealey R.A., Myers S.C., Allen F. e Sandri S. (2011), Principi di finanza aziendale, VI edizione, McGraw-Hill, Milano; p. 483 citato da Domenichelli O. (2013) Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; p.65

<sup>23</sup> $VL = VU + VArfd$ Fonte: Domenichelli O. (2013) Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; p.65.

Per comprendere i benefici fiscali derivanti dal debito si considerino due società che generano lo stesso reddito in un determinato periodo di tempo. Con una che abbia emesso debito e quindi dovrà pagare gli interessi ad esso legati, mentre l'altra non lo abbia emesso e quindi non è tenuta al pagamento di quest'ultimi. Questa situazione fa sì che la società che ha emesso debito abbia un reddito imponibile inferiore per cui lo stato, sottrae tramite la tassazione, un valore inferiore rispetto all'impresa che non lo ha emesso. Questo risparmio che si genera, sarà appunto il beneficio fiscale derivante dal debito, tale valore, ricadrà nelle mani degli obbligazionisti e azionisti, generando un surplus per loro, oltre che un aumento del valore dell'impresa che ha emesso debito.

Considerando a questo punto gli assunti ancora validi elencati precedentemente<sup>24</sup> questa proposizione modificata comporta sostanzialmente, che il debito non essendo rischioso, vista l'assenza di fallimento, spinge le impresa a indebitarsi il più possibile per beneficiare maggiormente del risparmio fiscale, per massimizzare il suo valore<sup>25</sup>.

Questo in ottica della tesi come detto precedentemente può dare spunti di ragionamento importanti, l'idea di portare dei contenuti sulle *Zero-Leverage Firms* nasce proprio da tale concetto, quindi perché un'impresa dovrebbe avere un *leverage* basso, piuttosto che appropriarsi dei benefici fiscali del debito? È anche

---

<sup>24</sup>Vedi elenco gli assunti fatti per il teorema Modigliani Miller pagina 5.

<sup>25</sup>Domenichelli O. (2013) Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; p.67

importante dire comunque che il lavoro si svilupperà andando via via sempre più verso situazioni reali di mercato, piuttosto che utopiche come appunto gli assunti di tale modello.

Quindi al di là del fatto che reali situazioni di mercato cambiano molte delle carte in tavola della teoria, rimanendo nell'ottica del teorema di Modigliani Miller si possono osservare una serie di controindicazioni dovute a livelli troppo alti di *leverage*, in particolare<sup>26</sup>:

- L'impresa potrebbe non avvantaggiarsi di tutto il risparmio fiscale potenziale se gli interessi superassero il reddito prima della loro detrazione.
- Non è sicuro che la capacità di indebitamento possa essere mantenuta ad un livello alto, questo perché dipende dalle future performance dell'impresa<sup>27</sup>.
- All'aumentare dell'indebitamento diventa più probabile il fallimento
- Elevati livelli di debito vanno coniugati non solo con la tassazione societaria ma anche con quella personale che potrebbe eliminare la convenienza a sfruttare l'effetto leverage. L'impresa infatti dovrebbe assumere l'ottica di chi può finanziarla dunque deve cercare di minimizzare non tanto il valore attuale delle imposte societarie, ma quelle personali pagate da azionisti e creditori che altrimenti non finanzierebbero più la società.

---

<sup>26</sup>Brealey R.A., Myers S.C., Allen F. e Sandri S. (2011), *Principi di finanza aziendale*, VI edizione, McGraw-Hill, Milano; p. 484-488 citato da Domenichelli O. (2013) *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino; p.70

<sup>27</sup>Immaginiamo il fatto che un'impresa negli anni successivi faccia fatica a produrre reddito, a quel punto il debito diventerebbe insostenibile, per cui livelli alti di leverage sarebbero assolutamente insostenibili e nocivi.

Riassumendo, la teoria trattata in questo capitolo porta a far ragionare in termini di bilanciamento tra benefici e aspetti negativi legati al debito per raggiungere una struttura finanziaria ottimale.

Pertanto, in pratica, seguire una politica del debito molto conservatrice può a volte essere dannosa per gli interessi degli azionisti, tuttavia, oltre un certo livello, gli interessi fissi e gli impegni di capitale del debito possono danneggiare la capacità di un'impresa di operare liberamente ed efficacemente.

In conclusione, il modello anche se esplicito in maniera sintetica nei suoi principali aspetti ci ritornerà utile nei prossimi capitoli, infatti, ci si baseranno le altre teorie che andremo ad esplicitare, ed è proprio in queste che troveremo tutte le contrapposizioni che si intendono esaminare, e su cui si pone il focus della tesi, ovvero le imprese che perseguiranno una politica *Zero-Leverage*.

### **1.3LA RICERCA DI UN GRADO DI INDEBITAMENTO OTTIMALE NEL CONTESTO DELLA TEORIA DEL TRADE-OFF**

#### 1.3.1 Un alto grado di leverage e il rischio di fallimento: l'importanza del bilanciamento tra costi del dissesto finanziario e beneficio fiscale del debito

Questa parte legata alla teoria del trade off si svilupperà considerando validi gli assunti del teorema Modigliani Miller, ma con l'aggiunta dei benefici fiscali del debito, appena discussi, e della possibilità di fallire per l'impresa.

Il fallimento<sup>28</sup> per un'impresa significa affrontare costi diretti e indiretti del dissesto finanziario, l'incombere di quest'ultimi è ovviamente tanto più possibile quanto è elevato il grado di *leverage* e quindi del grado di indebitamento dell'impresa. La presenza di tali costi cambia alcuni degli aspetti detti precedentemente elencati, come ad esempio il fatto che non è più possibile per un'impresa ricorrere a gradi di indebitamento estremi per massimizzare i benefici fiscali sul debito.

In quanto, aumenterebbe la possibilità di fallimento e l'insorgere dei costi legati a quest'ultimo.

---

<sup>28</sup> Per fallimento si intende la situazione in cui un'impresa non è più in grado di pagare i propri debiti o di soddisfare le proprie obbligazioni finanziarie e commerciali. In altre parole, il fallimento di impresa si verifica quando un'azienda non riesce a generare abbastanza liquidità per coprire le sue spese correnti e i suoi debiti, causando il collasso delle sue attività.

Come già detto in precedenza quando un'impresa aumenta vertiginosamente il suo grado di *leverage* e quindi i costi del dissesto avremo l'insorgere di una serie di costi diretti e indiretti. In relazione ad i primi ci si riferiscono ai costi che gravano in maniera diretta sull'impresa, ci si riferisce ad esempio a<sup>29</sup>:

- Oneri procedurali, legati alla possibili procedure concorsuali;
- Costi sostenuti per il pagamento di avvocati, piuttosto che consulenti e contabili;

Per costi indiretti del dissesto finanziario si intendono invece:

- Vi potrebbe essere la possibilità in cui l'impresa debba pagare salari e stipendi più elevati ai suoi collaboratori per incentivarli a non abbandonarla.
- I clienti evitano di comprare beni e servizi dell'impresa in difficoltà o pretendono riduzioni di prezzo poiché essa potrebbe non garantire la fornitura o la sua regolarità o i necessari servizi post-vendita.
- I prezzi a termine pattuiti per l'acquisizione di beni e servizi crescono perché i fornitori temono di non venire pagati dall'impresa.
- il ricorso al finanziamento anche con capitale di terzi potrebbe diventare più oneroso, per cui i creditori potrebbero chiedere interessi maggiori sul credito concesso.

---

<sup>29</sup>Domenichelli O. (2013) Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; p.72-73



- Impossibilità di accedere al credito: ci si riferisce al fatto che per un elevato rischio percepito da parte dei creditori, essi si rifiutano di concedere finanziamenti

Per cui considerate tutte queste criticità, si ha che la presenza del debito risulta sì essere sempre fondamentale nella struttura finanziaria ma nella misura in cui esso non sia troppo elevato. Questo ovviamente per minimizzare i costi del dissesto massimizzando invece benefici fiscali del debito.

Ciò risulta essere molto importante, in quanto non solo i costi diretti e indiretti rappresentano delle onerosità per l'azienda, ma in più essa andando a corto di finanziatori, non sarebbe più in grado di finanziare progetti di investimento con VAN positivo.

Proprio da qua infatti, da questo bivio, nasce la teoria del trade off, ovvero si propende verso livelli elevati di debito per massimizzare i benefici fiscali derivanti da quest'ultimo, oppure ci si tutela dai costi del dissesto finanziario derivanti da elevati gradi di leverage e rinunciando quindi ai benefici del debito?

Mentre in precedenza il valore dell'impresa indebitata era dato dal valore dell'impresa priva di debito sommato il valore attuale dei benefici fiscali del debito, con l'inserimento dei costi del dissesto tale formula cambia.

Infatti, ora il valore dell'impresa con debito è dato dal valore dell'impresa *unlevered*<sup>30</sup> più quello che risulta dalla differenza tra il valore attuale dei benefici fiscali del debito e il valore attuale dei costi indiretti e diretti del dissesto finanziario<sup>31</sup>. Per cui, esisterà un livello ottimale di debito che massimizza il valore delle impresa e può essere raggiunto bilanciando i benefici ed i costi del debito<sup>32</sup>. In relazione a quanto detto si può dunque affermare che se il finanziamento del debito aumenta sempre il reddito degli azionisti, ogni azienda sarà finanziata al 100% da debito. Tuttavia, ci sono costi legati al finanziamento del debito. Pertanto, verrà deciso uno specifico mix di debito-capitale proprio tra i due estremi del finanziamento totale del capitale proprio e del finanziamento totale del debito.<sup>33</sup>

---

<sup>30</sup> Per unlevered si intende impresa priva di debito.

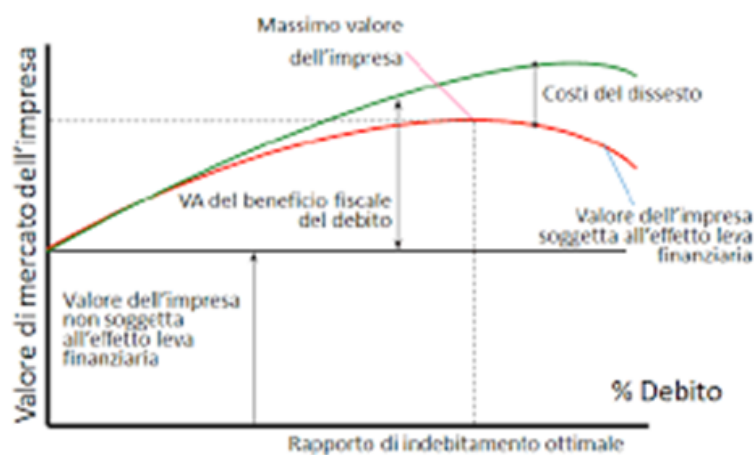
<sup>31</sup>  $VL = VU + VA rfd - VA cdid$  Fonte: Domenichelli O. (2013), Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; p. 72

<sup>32</sup> Kraus A. e Litzenberger R.H. (1973), A state-preference model of optimal financial leverage, The journal of finance, 33, pp.22-911  
citato da:

Domenichelli O. (2013), Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; p. 72

<sup>33</sup> Bui Thanh Khoa e Duy Tung Thai (2021), Journal of Asian finance, economics and business, Vol. 8, pp. 45-52

Figura 2.1 “il valore dell’impresa in relazione al grado di leverage



Fonte: R.A. Braley, S.C. Mayers, F.Allen, *Principi di finanza aziendale*, 2011 figura 19.2 p. 489

Per comprendere meglio tale teoria, nella figura 2.1 si vanno ad osservare una serie di elementi interessanti:

- Il rapporto di indebitamento ottimale cui un’impresa dovrebbe mirare si trova nel punto in cui il valore attuale dei risparmi fiscali marginali è uguale al valore attuale dei costi marginali del dissesto finanziario.
- Possiamo osservare che l’impresa con l’assenza dei costi del dissesto e la non possibilità di fallire ha un valore che cresce in maniera costante all’aumentare del rapporto di indebitamento andando a approvvigionarsi al massimo dei benefici fiscali del debito<sup>34</sup>.
- il terzo elemento interessante che offre spunti di ragionamento ai fini della tesi, è il fatto che il valore dell’impresa finanziata da solo *equity* rimane costante

<sup>34</sup> Linea verde figura 1.2

all'aumentare del grado di indebitamento<sup>35</sup>. Per cui tale teoria fa comprendere come il ricorso al debito risulta essere di primaria importanza per un'azienda che vuole massimizzare il proprio valore. Questo, nella misura in cui essa non si indebita a livelli tali per cui i costi del dissesto aumentino in maniera vertiginosa, essendo preponderanti rispetto ai benefici derivanti dal debito.

Chiaramente quando si applica la teoria del trade off in economia reale quello che si può osservare è che vi sono una serie di condizioni che favoriscono il ricorso al debito, in quanto si rende la presenza di costi legati al dissesto finanziario più difficile in particolare<sup>36</sup>:

- Le aziende più grandi che dispongono quindi di un patrimonio più sostanzioso, prevengono di più il dissesto finanziario e l'insorgere dei costi ad esso legati.
- Se la legislazione in cui l'impresa si trova mette a disposizione protezioni contro il fallimento.
- Se l'azienda dispone di attività facilmente liquidabili che quindi possono essere messe a disposizione in caso di necessità.
- Le imprese con maggiore volatilità del *cash flow* sono meno propense ad utilizzare il debito durante le fasi di recessione economica.

---

<sup>35</sup>La linea grigia infatti rimane piatta all'aumentare del grado di Leverage.

<sup>36</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino, p. 73  
Citando:  
Damodaran A. e Roggi O. (2011), Finanza aziendale e applicazioni per il management, III edizione, Apogeo s.r.l., Milano p. 429-430

Tali condizioni, fanno sì che un'impresa riesca ad incrementare il proprio valore, in maniera maggiore, rispetto ad una che non faccia ricorso all'indebitamento o che ne faccia più limitatamente in quanto essa si accaparra maggiormente dei vantaggi legati ad alti livelli di leverage. Ma non solo, infatti: emettere solo debito molto piccolo non è fattibile perché richiede frequenti ribilanciamenti per mantenere la leva finanziaria target, e ciò aumenta il costo del debito<sup>37</sup>. Sottolineando quindi l'importanza di determinare un grado di leverage elevato ma che sia comunque sostenibile per l'impresa.

### 1.3.2 Il bilanciamento tra i benefici e i costi di agenzia del debito

In questo paragrafo, si vogliono analizzare i costi di agenzia del debito ed i principali tipi di conflitto che li fanno sorgere. In particolare si analizzeranno: i conflitti di agenzia del capitale proprio; i conflitti di agenzia del capitale di debito; i conflitti di agenzia tra gli azionisti di maggioranza e di minoranza. Infine, nell'ambito della teoria del trade-off si andrà ad osservare come essi concorrono nella scelta della struttura finanziaria ottimale per l'impresa.

I conflitti di agenzia del capitale proprio nascono in quanto, gli azionisti e i manager all'interno di un'azienda perseguono interessi e obiettivi differenti. Questi conflitti si verificano perché gli azionisti e i manager di un'impresa

---

<sup>37</sup> Kamal Haddad, Babak Lotfaliei (2019), Trade-off theory and zero leverage, Finance Research Letters, Volume 31 , Pp. 165-170

ricoprono ruoli e svolgono quindi funzioni<sup>38</sup> diverse all'interno dell'organizzazione.

Nello specifico gli azionisti cercheranno di massimizzare il valore dell'azione e quindi il rendimento del loro investimento, mentre i manager punteranno alla massimizzazione della loro remunerazione, alla crescita dell'organizzazione e la crescita della loro stessa posizione all'interno dell'azienda, in quanto essi non hanno diritto alla totalità del valore residuo<sup>39</sup> dell'impresa.

Proprio per questo i manager possono essere tentati a perseguire i propri interessi a discapito degli azionisti. Le motivazioni legate al contrasto possono essere diverse ad esempio:

- Divario tra interessi a breve termine e a lungo termine: i compensi dei dirigenti sono in molti casi legati a risultati nel breve periodo, per cui essi preferiranno politiche che vanno in quella direzione, piuttosto che alla creazione di valore nel lungo periodo, a discapito degli altri soggetti.
- Informazione asimmetrica: gli azionisti possono non avere accesso alle stesse informazioni dei manager dell'azienda e potrebbero non essere in grado di valutare correttamente le decisioni ed attribuire quindi il giusto valore alle azioni.

---

<sup>38</sup>Per funzioni intendiamo: la funzione della proprietà che si manifesta attraverso il voto attribuito dai diritti sulle azioni; la funzione gestionale che è svolta dal management che collabora con la struttura operativa per il conseguimento degli obiettivi aziendali; l'attività di sorveglianza sull'operato del management. (Domenichelli, 2015, p. 75)

<sup>39</sup>Per valore residuo si intende ciò che rimane del risultato economico dell'azienda dopo il rimborso dei creditori.

- Rischio di impiego non diversificabile: tale rischio ricade sui manager che tenderanno a minimizzarlo tramite comportamenti opportunistici. Esso è legato a più elementi come: la possibilità di perdere il lavoro, la reputazione professionale, e la ricchezza investita nell'impresa<sup>40</sup>.

I conflitti di agenzia del capitale proprio possono ampliarsi in diverse situazioni, come ad esempio nel caso di:

- Proprietà azionaria frammentata: quando la proprietà azionaria di un'azienda è molto frammentata, gli azionisti potrebbero non avere il potere o l'interesse sufficienti per controllare le decisioni dell'azienda e proteggere i loro interessi.
- Scarsa governance aziendale: la mancanza di buone pratiche di governance aziendale, un CDA molto scarno, e con membri poco indipendenti, può creare un ambiente favorevole all'emergere di conflitti di agenzia, limitando l'attività di monitoraggio<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> Kamal Haddad, Babak Lotfaliei (2019), Trade-off theory and zero leverage, Finance Research Letters, Volume 31 , Pp. 165-170 pp. 96-97

Citato da: Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino pp. 76

<sup>41</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", Corporate Governance, Vol. 22 No. 1, pp. 67-88.

- La struttura legislativa del paese: in quanto ciò influenza le forze di monitoraggio, consentendo una protezione migliore o peggiore degli azionisti contro le decisioni opportunistiche dei manager.<sup>42</sup>

Quello che emerge da quanto detto fin ora, è che i conflitti di agenzia del capitale proprio si ampliano quando gli interessi degli azionisti e dei manager non sono allineati, o quando le condizioni dell'azienda creano un ambiente favorevole all'emergere di situazioni di conflitto. Per questo motivo, le imprese cercano di adottare misure per ridurre i conflitti di agenzia e promuovere l'allineamento degli interessi tra i vari attori dell'organizzazione.

Per contenere questa tipologia di conflitti, le organizzazioni devono come prima cosa predisporre adeguati sistemi di corporate governance<sup>43</sup>, al fine di, facilitare la predisposizione di un'adeguata rete di monitoraggio che consenta di ridurre tali costi.

Quando si parla di sistema di monitoraggio si considerano: in primo luogo le azioni predisposte da coloro che subiscono i comportamenti opportunistici per cui gli azionisti<sup>44</sup>. Ciò non è comunque facile, soprattutto in ottica di azionariato diffuso in quanto esercitare il monitoraggio è praticamente impossibile, per cui

---

<sup>42</sup> Martins, H., Schiehl, E. and Terra, P. (2017), "Country-level governance quality, ownership concentration, and debt maturity: a comparative study of Brazil and Chile", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 25 No. 4, pp. 236-254.

<sup>43</sup> Per corporate governance di un'impresa si intende: l'insieme delle procedure e dei soggetti che si occupano della gestione dell'azienda. Lo scopo di quest'ultimi è non solo gestire l'attività, ma anche assicurarsi la prosperità, e la redditività di quest'ultima nel lungo periodo nell'interesse di tutti i soggetti che vi partecipano.

<sup>44</sup> Domenichelli O. (2013). *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino, pp. 78



tale funzione è delegata all'organo amministrativo. Essi, votati dall'azionariato, possono fare un controllo diretto sull'attività dei manager al fine preservare il valore degli azionisti e limitare quindi i costi di agenzia.

In secondo luogo, altre attività di monitoraggio possono essere affidate alle società che si occupano di revisione e certificazioni dei bilanci<sup>45</sup>, che essendo esterne alla società che richiedono il loro operato vigilano sulla correttezza dei comportamenti tenuti.

In alternativa ci sono le attività di *bonding* per cui tramite misure di natura contrattuale disincentivare illeciti o comportamenti non corretti da parte dei manager<sup>46</sup>.

Oltre alle attività di monitoraggio e *bonding* per diminuire i costi legati ai conflitti di agenzia, è importante adottare politiche di remunerazione, in grado di allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti. Ad esempio, introducendo piani di incentivazione basati sulla performance dell'azienda o sulla quota di capitale posseduta dai manager stessi, o in alternativa, la misura delle *stock options*<sup>47</sup>.

---

<sup>45</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino. Pp.79

<sup>46</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino pp. 80

<sup>47</sup>Si intende la possibilità di acquistare azioni della società da parte dei manager tramite una via preferenziale rispetto agli altri soggetti, legando così i manager ai risultati aziendali di lungo periodo, in linea con gli interessi degli azionisti.

In questi casi, le organizzazioni possono adottare politiche di remunerazione basate sulla distribuzione differita della retribuzione, in modo da incentivare i manager a perseguire obiettivi a lungo termine, riducendo così il rischio di comportamenti opportunistici.

Per cui, la progettazione di politiche di remunerazione efficaci rappresenta una sfida sempre più complessa per le organizzazioni, che devono bilanciare l'attenzione ai costi di agenzia con l'esigenza di contenimento del rischio, allo scopo di garantire la sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo<sup>48</sup>.

In sintesi troviamo un dettaglio dei costi di agenzia nell'ambito del conflitto di cui si occupa tale paragrafo:

- Costi di monitoraggio
- Costi legati agli incentivi
- Costi derivati dalle limitazioni contrattuali
- Costi di transazione
- Perdita ricchezza residuale da parte degli azionisti

Interessante, in ottica del lavoro è il fatto che il ricorso al debito in relazione a tale tema può essere un deterrente ai conflitti di agenzia del capitale proprio<sup>49</sup>. Infatti, quello che determina tali costi è una struttura finanziaria che privilegia *l'equity*

---

<sup>48</sup>Rotili, M., &Gaizo, A. (2017), Le nuove norme in materia di Remuneration Policies, tra costi di agenzia ed esigenza di contenimento del rischio. In Worker's buyout corporate governance e sistemi di controllo, Roma: Romatre-Press, p. 44-54

<sup>49</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino, pp 80-85

per cui alti livelli di leverage limitano i conflitti, in quanto, si attenuano i flussi di cassa disponibili per i dirigenti poiché essi saranno impegnati a generare flussi di recupero per pagare gli oneri finanziari e rimborsare il debito.

Passiamo ora ad esaminare i conflitti del capitale di debito, essi, si producono come per la precedente tipologia per un disallineamento degli interessi, questa volta tra creditori e azionisti. Essi, nascono dal fatto che alcune scelte gestionali potrebbero generare vantaggi per gli azionisti in danno ai creditori, e tali circostanze sono tanto più probabili tanto più il rischio di fallimento è alto. Qua di seguito si elencano una serie di riferimenti ad alcune tipologie di conflitto<sup>50</sup>:

- **Sovra-investimento:** nasce dal fatto che i creditori non possono accedere ad un rimborso superiore al valore del credito, mentre gli azionisti accedono alla differenza positiva di valore generato dall'azienda. Quindi, quest'ultimi spingeranno verso l'attuazione di politiche per investimenti rischiosi, poiché se vanno bene generano più valore per loro stessi, e contemporaneamente il valore rimborsato ai creditori rimane lo stesso. Mentre, al contrario, qualora andassero male i creditori rimarrebbero con in mano un patrimonio molto più basso.
- **Sotto-investimento:** si riferisce al fatto che gli azionisti non accetteranno progetti di investimento anche con VAN positivo al fine di ripagare il debito

---

<sup>50</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino, pp. 81-82

aziendale, qualora questi generino un incremento di valore solamente per i creditori, ma non per gli azionisti stessi<sup>51</sup>

- Beneficiare da parte degli azionisti dell'assegnazione di utili straordinari per sottrarre ricchezza al patrimonio aziendale. Così facendo in caso di fallimento i creditori si ritroverebbero con una scatola vuota in mano
- Assumere del debito garantito dal patrimonio aziendale, con un peggioramento del debito non garantito. Per cui in caso di dissesto i creditori ordinari si potranno rifare solo su una limitata quantità di patrimonio
- Ritardare il processo di liquidazione e quindi limitare le speranze di rimborso da parte dei creditori.

Quello che si può dedurre dai conflitti del capitale di debito è che ciò può portare ad una serie di eventi negativi per l'impresa. Ci si riferisce, in primo luogo, alla difficoltà di ricorrere all'indebitamento e quindi arrivare ai vantaggi che da esso derivano, poiché ricordo, come i conflitti di questo tipo crescono al crescere del grado di leverage. In secondo luogo si va ad innalzare il rendimento richiesto sul debito e quindi una contrazione degli investimenti, anche con VAN positivo.

Inoltre, essendo i costi legati ai comportamenti opportunistici a carico dei creditori

---

<sup>51</sup>Immaginiamo una società che abbia contratto un prestito di un anno per un valore di 500 che al termine del periodo varrà 450 per cui ci sarà meno valore da restituire ai creditori e in più ciò farebbe fallire l'impresa. Contestualmente, vi è la possibilità per gli azionisti di sottoscrivere nuove azioni per 500 così da effettuare un investimento con VAN positivo che gli consentirebbe di ottenere 550 e con la differenza positiva di 50 ripagare per intero i creditori. Gli azionisti, nonostante che tale investimento sia buono per l'azienda, difficilmente spingeranno per adottarlo. Questo perché genererebbe solo un valore tale da ripagare i creditori senza generare alcun vantaggio per gli azionisti. Si assisterà quindi ad un sotto investimento a danno dei creditori.

alla luce di quanto detto, essi, pretenderanno di pagare un prezzo inferiore al valore del credito, oppure pretendere il pagamento di tassi di interesse più elevati. I creditori chiaramente a conoscenza della possibilità di queste attività degli azionisti si tutelano con attività simili ai conflitti precedenti, quindi di monitoraggio e bonding. Il primo, esercitato dai creditori consiste nella predisposizione di clausole contrattuali che impongano vincoli all'impresa in termini di livelli di leverage che possono essere raggiunti, ed altri limiti legati a contrastare il rischio di fallimento ed evitare quindi comportamenti pretestuosi da parte degli azionisti<sup>52</sup>. L'attività di bonding in relazione a questa tipologia di conflitti sarà invece sostenuta dall'azienda con l'attuazione di comportamenti virtuosi posti a beneficio dei creditori.

Per cui i costi legati ai conflitti del capitale di debito saranno:

- Costi di monitoraggio
- Costi di bonding
- Perdita di ricchezza residuale figlia di comportamenti opportunistici degli azionisti

Quanto alla relazione sulla struttura finanziaria, come detto all'inizio del paragrafo l'incremento del debito e del rischio di fallimento incentiva comportamenti opportunistici e la nascita di tali costi. Al contrario di quanto

---

<sup>52</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino, pp. 83

detto, tuttavia, è stato osservato come imprese che basano le loro opportunità di crescita attraverso beni tangibili possono arrivare a detenere livelli di leverage più elevati, in quanto sono viste come più “consistenti” da parte degli stakeholder<sup>53</sup>. Inoltre, maggiore è il capitale in mano agli azionisti e più alte sono le possibilità che questo sia concentrato in pochi individui, che avendo potere nel nominare l’organo amministrativo possono fare pressioni su quest’ultimo per predisporre un organismo dirigenziale che tiene conto delle esigenze degli azionisti a discapito dei creditori<sup>54</sup>.

L’ultima tipologia di conflitto è quella tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. In questo caso, i conflitti possono riguardare due principali tipologie di comportamenti opportunistici da parte dell’azionariato di maggioranza rispetto agli altri. In particolare ci si riferisce ad:

- Attività che consentono di trasferire il valore aziendale agli azionisti di maggioranza tramite la stipula di contratti a favore di quest’ultimi. Ci si riferisce ad esempio alla compravendita di attività aziendali a prezzi vantaggiosi, remunerazioni dirigenziali eccessive ecc. causando quindi una sottrazione del valore aziendale nei confronti degli azionisti di minoranza<sup>55</sup>.

---

<sup>53</sup> Michael S. Long & Ileen B. Malitz, (1985). "Investment Patterns and Financial Leverage," NBER Chapters, in: Corporate Capital Structures in the United States, pages 325-352

<sup>54</sup> Domenichelli O. (2013) Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; p. 84.

<sup>55</sup> Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino, pp. 84-85

- Attività poco trasparenti, che consentono di aumentare la quota di controllo in mano agli azionisti di maggioranza, spingendo quelli di minoranza a cedere le loro partecipazioni.

A tal proposito come per gli altri conflitti sarà fondamentale predisporre una struttura finanziaria adeguata che non consenta comportamenti che facilitino la concentrazione del potere in mano a pochi soggetti, che il debito può favorire se sostituisce capitale di soci di minoranza

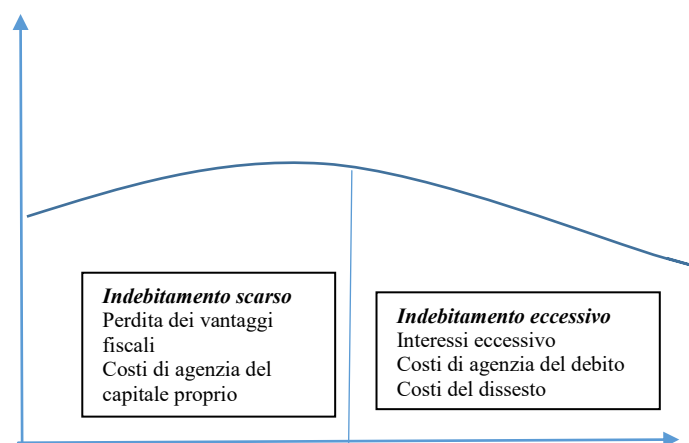
Essendo attività talvolta illegali, sarà altresì fondamentale, operare in un sistema giuridico che tuteli i diritti degli azionisti di minoranza.

A questo punto, riassumendo quando osservato nell'ambito della teoria del trade-off, è che si hanno una serie di benefici legati all'indebitamento, ed allo stesso tempo dei costi legati ad alti livelli di leverage.

Sintetizzando si ha che all'aumentare del grado di leverage ci si avvale dei benefici fiscali del debito, tuttavia si deve sempre cercare di contenere i costi diretti e indiretti del dissesto legati alla possibilità di fallimento. Inoltre, avere più debito consente all'impresa di limitare i conflitti di agenzia del capitale proprio, ma dall'altro lato può aumentare i costi di agenzia del capitale di debito soprattutto se l'azienda basa la propria crescita su attività intangibili. Il bilanciamento tra questi benefici e criticità del debito consente all'impresa di individuare il grado di leverage ottimale (figura 1.3)

Alla luce di ciò si possono trarre le conclusioni sulla teoria del trade-off, innanzitutto va citato il fatto che come riportato da (Domenichelli, 2015, p. 85)<sup>56</sup> il valore di mercato dell'impresa che fa ricorso al debito è dato da: il valore dell'impresa *unlevered* più il valore attuale dei risparmi fiscali del debito, meno il valore attuale dei costi del dissesto finanziario, più il valore attuale dei benefici di agenzia del debito nell'ambito dei conflitti del capitale proprio, meno il valore attuale dei costi di agenzia del debito nell'ambito dei conflitti tra azionisti e creditori, e dei conflitti tra azionisti di maggioranza e minoranza<sup>57</sup>.

**Figura 1.3 grado di leverage ottimale secondo la teoria del trade-off**



Fonte: Domenichelli O. (2013). *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Figura 2.7, p. 86 Citando: Berk J. E Demarzo P. (2008a), *Finanza aziendale 1*, Pearson Paravia Bruno Mondatori S.P.A. Milano, figura 16.2, p. 529

<sup>56</sup>Domenichelli O. (2013) *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino; p.85

<sup>57</sup> $Vl = Vu + VArfd - VAcdd + VAbad - VAcad$  Fonte: Domenichelli O.; *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino; p. 85



## **1.4 LA SCELTA DEL DEBITO E LE ASIMMETRIE INFORMATIVE: LA TEORIA DEL PECKING ORDER**

La teoria del pecking order ha guadagnato notevole attenzione nella letteratura di finanza aziendale, come modello teorico che descrive l'ordine gerarchico con cui le aziende scelgono le diverse fonti di finanziamento disponibili. Questa teoria, introdotta da Myers e Majluf nel 1984<sup>58</sup>, ha fornito un nuovo approccio per comprendere il comportamento delle aziende in ottica della loro struttura finanziaria.

Nel presente paragrafo, dunque, si vogliono esaminare in dettaglio i principi fondamentali della teoria del pecking order, osservando inoltre, come si pronuncia in relazione all'acquisizione di debito.

Myers e Majluf supponendo la presenza di mercati perfetti, esclusa la piena conoscenza delle informazioni necessarie da parte di tutti i soggetti che vi partecipano, basano la loro teoria sulla presenza di asimmetrie informative tra dirigenti e potenziali investitori che non siano attualmente soci.

Questa concezione dei mercati fa sì che eventuali dirigenti che vorrebbero promuovere un aumento di capitale sociale per finanziare possibili progetti di

---

<sup>58</sup> Myers S. C. e Majluf 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

investimento potrebbero incorrere in problemi di sottovalutazione o sopravvalutazione dei nuovi titoli rispetto ai precedenti.

Dunque, se le azioni sono emesse a prezzo troppo basso, si realizza un trasferimento di valore dagli attuali azionisti ai nuovi<sup>59</sup>. Pertanto, poiché si suppone che i manager abbiano interessi allineati con quelli degli attuali azionisti, una nuova emissione azionaria potrebbe indicare al mercato che le attuali azioni della società siano invece sopravvalutate. Quindi, l'azienda non riuscirà a collocare le nuove azioni ad un prezzo coerente con quello determinato precedentemente all'annuncio, ma sicuramente più basso.

Ciò significa che i nuovi investitori interessati, con meno quantità di denaro acquisteranno un numero relativamente elevato di azioni e causeranno anche una perdita di ricchezza per i vecchi azionisti. Alla luce di ciò i dirigenti che appunto si presume operino a tutela degli attuali soci, saranno contrari all'emissione di nuovo equity per finanziare nuovi progetti di investimento.

In questo quadro, Myers e Majluf individuano la struttura finanziaria ottimale, come quella che si genera seguendo un ordine gerarchico delle scelte di

---

<sup>59</sup>Myers, S.C. (2001), "Capital structure", in *Journal of Economic Perspective*, 15(2), Spring, pp. 81-102

Citato da: Domenichelli O. (2013). *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino, pp. 87

finanziamento, in grado di apportare maggiore valore per gli investitori. Gli autori infatti individuano il seguente ordine gerarchico<sup>60</sup>:

1. Autofinanziamento: Secondo la teoria del pecking order, le aziende preferiscono utilizzare i propri profitti generati internamente per finanziare gli investimenti.
2. Debito: Se il finanziamento interno non è sufficiente o non disponibile, la teoria suggerisce che le aziende optino per il finanziamento tramite l'indebitamento.
3. Forme ibride di titoli: ad esempio obbligazioni convertibili in azioni
4. *Equity*: è l'ultima soluzione qualora le altre non siano attuabili.

Per cui, quello che deriva da questo ordine gerarchico è che l'acquisizione di debito è sicuramente la scelta prediletta come fonte di finanziamento esterna per la maggior parte di aziende.

Nell'evidenza empirica si trovano riscontri di quanto detto nei casi delle piccole medio imprese o ad esempio nelle imprese familiari ecc.

Ciò che spicca quindi, rispetto a tale teoria, è il fatto che solo quando il debito diventa molto costoso, per l'elevato grado di leverage raggiunto, esse emetteranno nuove azioni come scelta residuale<sup>61</sup>.

---

<sup>60</sup> Myers S.C. (1984), Capital structure puzzle, The journal of finance, 39(3), pp. 575-592

<sup>61</sup> Myers S.C. (2001), Capital structure, Journal of Economic Perspective, 15(2), spring, pp. 81-102

È sicuramente importante evidenziare il fatto che la teoria del PO ha dei limiti, e che essa non è riconosciuta universalmente, in particolare ci si riferisce al fatto che:

- La teoria non tiene conto delle dimensioni aziendali, della tipologie di aziende, della tecnologia utilizzata ecc.
- Non considera altre forme di finanziamento
- Considera solo l'applicazione in mercati finanziari efficienti come ad esempio gli Stati Uniti o in che UK, non considerando l'applicabilità della teoria nei mercati dei paesi in via di sviluppo.

Proprio per questo si considera il concetto di pecking order allargato, ovvero un ordine gerarchico che si basa su<sup>62</sup>:

- Nuove tecnologie: Le evidenze empiriche mostrano che l'ordine gerarchico preferito da queste imprese è autofinanziamento, *Equity* e debito.
- Imprese di piccole e medie dimensioni: In ottica di PO allargato esse seguiranno in ordine gerarchico che fa spiccare l'utilizzo di debito
- Mercati finanziari dei paesi più sviluppati: In questo caso si avvalora l'ordine gerarchico del PO originario
- Mercati dei paesi in fase di transizione: In ottica di un mercato finanziario che si sta sviluppando l'ordine è autofinanziamento, *equity* ed infine debito

---

<sup>62</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino, pp 90.

- Ciclo di vita dell'impresa innovativa: L'impresa si rivolge al mercato finanziario quando le altre fonti di finanziamento non riescono a coprire il fabbisogno finanziario dell'impresa.

Questi elementi osservati generano in relazione ad ogni categoria un ordine gerarchico differente dal tradizionale, in quanto mutano le condizioni che esso prende in considerazione.

In conclusione, questo paragrafo mostra come il ricorso all'indebitamento, sia un elemento fondamentale per molte imprese, a tutela degli interessi degli attuali azionisti di una società e nella misura in cui esso non diventi troppo oneroso. Infatti, anche secondo questa teoria il debito rappresenta la migliore forma di finanziamento per imprese che abbiano scarso autofinanziamento e che desiderino eliminare gli effetti delle asimmetrie informative, sopra descritti.

## **1.5 LE CARATTERISTICHE DELLE IMPRESE FAMILIARI E LA LORO PROPENSIONE AD ACQUISIRE DEBITO**

Le imprese familiari sono una tipologia di organizzazioni economiche che rappresenta una componente significativa del tessuto imprenditoriale in molti paesi. Si stima che rappresentino una percentuale significativa delle imprese

globali e che contribuiscano in modo significativo alla creazione di ricchezza, all'occupazione e alla crescita economica.

Infatti come riportato dal sito dell'AIDAF<sup>63</sup>:

“L'economia italiana preserva uno spazio importante per le imprese familiari con un fatturato superiore a 20 milioni di Euro, rappresentando il 65% del totale delle imprese italiane, consolidando un fatturato complessivo di oltre 730 miliardi di euro ed impiegando circa 2,4 milioni di lavoratori.

Allargando la visuale alle imprese con un fatturato inferiore a 20 milioni di Euro, si stima che la percentuale aumenti attorno all'85%.

I dati dell'Osservatorio AUB<sup>64</sup> confermano inoltre come le imprese a proprietà familiare creano occupazione (+20,1% negli ultimi sei anni, seguito dal +14,4% delle cooperative e consorzi, il +5,7% delle filiali di imprese estere, il +1,4% delle coalizioni, il -8,7% delle imprese controllate da fondi e il -12,3% delle imprese ed enti statali), crescono più delle altre tipologie di aziende (+47,2% negli ultimi dieci anni, contro il 37,8% delle altre imprese), registrano una redditività più alta (ROI del 2016 al 9,1% contro il 7,9% di altre forme societarie)”<sup>65</sup>.

---

<sup>63</sup>AIDAF è Chapter italiano di FBN- Family Business Network – l'istituzione a livello internazionale che raccoglie 3.210 aziende familiari con più di 10.300 associati in 58 paesi nel mondo

<sup>64</sup>I dati fanno riferimento all'ultima edizione dell'Osservatorio AUB, promosso da AIDAF, da UniCredit, dalla “Cattedra AIDAF – EY di Strategia delle Aziende Familiari” in memoria di Alberto Falck dell'Università Bocconi e dalla Camera di Commercio di Milano.

<sup>65</sup> Fonte: [www.AIDAF.it](http://www.AIDAF.it)

Inoltre, sempre all'interno del medesimo sito si trovano altri dati citati qui di seguito:

“Sotto il profilo dell'incidenza delle aziende familiari, il contesto italiano risulta essere in linea con quello delle principali economie europee quali Francia (80%), Germania (90%), Spagna (83%) e UK (80%), mentre l'elemento differenziante rispetto a questi paesi è rappresentato dal minor ricorso a manager esterni da parte delle famiglie imprenditoriali: il 66% delle aziende familiari italiane ha tutto il management composto da componenti della famiglia, mentre in Francia questa situazione si riscontra nel 26% delle aziende familiari ed in UK solo nel 10%.

Le aziende familiari italiane si distinguono anche per la longevità: tra le prime 100 aziende più antiche al mondo, 15 sono italiane e tra queste, 5 – Fonderie Pontificie Marinelli (anno di fondazione 1000), Barone Ricasoli (1141), Toso (1295), Torrini (1369) e Marchesi Antinori (1385) – sono tra le dieci aziende familiari più antiche tuttora in esercizio.

Le aziende familiari rappresentano numericamente circa quasi il 60% del mercato azionario italiano (che vede quotate complessivamente circa 290 aziende), e pesano per oltre il 25% della sua capitalizzazione<sup>66</sup>.

Tale tipologia di imprese, presentano alcune caratteristiche peculiari che le distinguono da altre forme di organizzazione aziendale. Ciò che spicca come importanza e come carattere distintivo è che vi è una profonda interazione e

---

<sup>66</sup> [www.Aidaf.it](http://www.Aidaf.it)

integrazione tra la famiglia e impresa. In queste organizzazioni, infatti membri della famiglia assumono ruoli chiave nell'azienda e spesso occupano posizioni di leadership. Sicuramente può comportare vantaggi, come un forte senso di identità e di continuità aziendale, un maggiore impegno, motivazione e una maggiore fiducia tra i membri della famiglia<sup>67</sup>.

Un altro tratto distintivo rispetto alle imprese non familiari è rappresentato dalla volontà da parte dei membri della famiglia di avere un elevato grado di coinvolgimento che permetta loro quindi di mantenere il controllo sulle decisioni strategiche, ed evitare che questo sia condiviso con soggetti estranei<sup>68</sup>.

Tali caratteristiche elencate, creano tuttavia anche dei limiti e delle problematiche a questa categoria di impresa, ad esempio, sfide tra i membri della famiglia, conflitti di interesse, mancanza di professionalità nella gestione, o difficoltà nella successione<sup>69</sup>.

Le imprese familiari, rientrano in questo capitolo della tesi, poiché rappresenta una categoria di azienda, che per una serie di ragioni, ricorre di più al debito rispetto alle loro controparti non familiari.

---

<sup>67</sup>Domenichelli Oscar, Zero-Leverage Policy: Is the Family Nature of Private Firms Relevant?, *International journal of economics and finance*, 2019, pp.28-39

<sup>68</sup>Wielsma, A.J. and Brunninge, O. (2019), "Who am I? Who are we?" Understanding the impact of family business identity on the development of individual and family identity in business families", *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 10 No. 1, pp. 38-48

Citando:

Zellweger, T.M., Nason, R.S., Nordqvist, M. and Brush, C.G. (2013), "Why do family firms strive for nonfinancial goals? An organizational identity perspective", *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 37 No. 2, pp. 229-248.

<sup>69</sup>Domenichelli O. (2013). *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino, pp. 105.



Ciò avviene per una serie di ragioni che sono strettamente connesse alla caratteristiche particolari di queste imprese. Le motivazioni più consistenti suggerite da parte della letteratura esistente su questo tema che possiamo trovare sono:

- **Controllo del business:** Questo è dovuto all'orientamento socio-emotivo delle imprese familiari spesso non quotate, ovvero al desiderio dei proprietari familiari di mantenere il controllo a lungo termine dell'azienda, attraverso l'uso del leverage, che prevale sulla propensione al rischio<sup>70</sup>. Quanto riportato fa comprendere come per mantenere il controllo della gestione, le imprese familiari eviteranno emissioni azionarie, con l'entrata di nuovi soci, come fonte di finanziamento esterno, facendo spiccare il debito nella loro struttura finanziaria.
- **Evitano vincoli finanziari:** questa tipologia di vincoli, di cui si parlerà approfonditamente nel capitolo successivo, raccolgono una serie di difficoltà che un'impresa deve affrontare per ricorrere al debito. I vincoli finanziari, dunque, si limitano in maniera importante quando si parla di imprese familiari. Infatti, si riscontra che ad esempio, le imprese familiari non quotate hanno maggiori probabilità di presentare scadenze del debito più lunghe quando la gestione familiare ha stretti rapporti con i finanziatori che consentono loro di monitorare

---

<sup>70</sup>Domenichelli Oscar, Zero-Leverage Policy: Is the Family Nature of Private Firms Relevant? International journal of economics and finance, 2019, pp.28-39

l'impegno delle famiglie nei confronti dell'azienda<sup>71</sup>. Inoltre, tali imprese beneficiando di relazioni solide e affidabili con i creditori, riduce il loro costo del debito<sup>72</sup>. In più esse, essendo associate ad un mercato più flessibile hanno meno probabilità di essere limitate finanziariamente rispetto alle imprese non familiari. Poiché le imprese familiari sono caratterizzate da relazioni a lungo termine con istituti di credito, creditori e banche, gli autori si aspettano che le imprese familiari abbiano meno probabilità di avere bassi livelli di indebitamento a causa dei vincoli finanziari<sup>73</sup>.

Come si può dedurre da questo elenco di motivazioni che favoriscono, e spingono imprese familiari a detenere alti tassi di debito nella loro struttura finanziaria. Il debito quindi, nella maggior parte dei casi sarà elevato per questa tipologia di impresa, qualora non riescano ad autofinanziarsi.

La dimensione dell'impresa sarà comunque un elemento importante nella scelta di una struttura finanziaria che prediliga il debito piuttosto che l'*equity*, infatti, si osserva che: le imprese familiari in genere di dimensione contenuta, reputano costosa la risoluzione delle problematiche di asimmetria informativa con i

---

<sup>71</sup>Pedram, F., Maher, K., & Sonal, K. (2023). The zero-leverage policy and family firms. *Managerial Finance*

Citando:

Feito-Ruiz, e Menéndez-Requejo, S. (2022). Debt maturity in family firms: heterogeneity across countries", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 81, p. 101-681

<sup>72</sup>Swanpitak, T., Pan, X. and Suardi, S. (2020), "Family control and cost of debt: evidence from Thailand", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 62, 101-376

<sup>73</sup>Karaivanov A. Saurina J. e Townsend R. M. (2019), Family firms, bank relationship, and financial constraints a comprehensive score card, *International Economic Review*, Vol 60 (2), pp. 59-547

potenziali finanziatori non appartenenti alla compagine familiare<sup>74</sup>. Per cui, in questo caso, l'*equity* rappresenterà una scelta poco percorribile, favorendo a questo il debito.

Interessante, in ottica di imprese familiari, e quindi di aziende che fanno un alto ricorso al debito, è comprendere come incidono su di esse i conflitti di agenzia<sup>75</sup>. Infatti, in questo contesto se parliamo di conflitti del capitale proprio, secondo la letteratura prevalente sul tema, le imprese familiari non dovrebbero soffrirne. Ciò è sostanzialmente dovuto al fatto che i membri della famiglia non solo risulterebbero avere legami personali profondi, ma soprattutto occupano nella maggior parte dei contesti le funzioni di controllo, di proprietà e gestione. Ragione per la quale non verificandosi una divisione tra questi ruoli, e finché i dirigenti perseguono gli interessi della famiglia i conflitti del capitale proprio sembrano essere rari<sup>76</sup>. Tuttavia si può osservare come nel passaggio alle generazioni successive, tali costi possono crescere. Ciò può avvenire per una duplice causa, in primo luogo l'insorgere di eventuali costi di agenzia è legato al fatto che le funzioni saranno in seguito alla successione, ripartite tra una pluralità

---

<sup>74</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino, pp.105

<sup>75</sup>Vedi paragrafo 1.3.2

<sup>76</sup>Domenichelli O. (2013); Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; pp. 105.

Citando:

Chrisman J.J. Chua J.H. e Litz R. (2004), Comparing the agency cost of family and not-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence, *Entrepreneurship theory and practice*, summer, pp. 335-354

di soggetti anche appartenenti a rami familiari diversi e ciò può far nascere asimmetrie informative e contrasti.

In secondo luogo, l'insorgenza di tali costi può essere legata al fatto che vi è la tendenza a scegliere manager con competenze non adeguate tra i membri della famiglia e talvolta appartenenti a specifici rami di parentela, attribuendogli inoltre retribuzioni e compensi eccessivi<sup>77</sup>.

Passando alla seconda tipologia, ovvero, dei costi di agenzia del debito, la conduzione familiare ed il ricorso al debito, al contrario del caso precedente, fa innalzare la consistenza di tali costi. Ciò avviene sia per la natura stessa dei conflitti, in quanto come è stato osservato nel paragrafo 1.3.2 aumentano all'aumentare del leverage<sup>78</sup>. Inoltre, nelle piccole imprese il proprietario-manager sarà più incline a soddisfare il proprio interesse e quello dell'azienda rispetto a quello dei creditori amplificando ulteriormente tali costi<sup>79</sup>.

In conclusione, per quanto riguarda i conflitti tra azionisti di maggioranza e minoranza, si ha che tali conflitti si possono ampliare quando gli azionisti di maggioranza, scelgono i manager tra i membri della famiglia, e hanno quindi la facoltà di sottrarre ricchezza agli azionisti di minoranza non familiari a beneficio

---

<sup>77</sup>Domenichelli O.; Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; pp. 105

<sup>78</sup>Michaelas N. Chittenden F. e Poutziouris P (1999), Financial Policy and capital structure choice in UK SME: Empirical evidence from company panel data, Small business Economic, 12, pp. 113-130

<sup>79</sup>Domenichelli O.; Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino; pp. 107

dei membri della famiglia. Ad esempio, attraverso il riacquisto di azioni proprie e il trasferimento di beni aziendali. (Volpin, 2002)<sup>80</sup>.

## **1.6 UN RIASSUNTO DEI PRINCIPALI BENEFICI LEGATI ALL'ACQUISIZIONE DEL DEBITO**

Finora, nella tesi sono state descritte e commentate le principali teorie sulla struttura finanziaria, facendo spiccare l'importanza ed i benefici legati all'acquisizione del debito.

Si è analizzata in primo luogo, la proposta di Modigliani e Miller del 1958 secondo cui sono irrilevanti per il valore dell'impresa le decisioni inerenti alla struttura del capitale<sup>81</sup>.

In un secondo momento, a seguito della loro correzione, con l'inserimento delle imposte societarie, si è osservato invece il fatto che il valore dell'impresa aumenta con l'indebitamento in presenza di imposte<sup>82</sup>.

Successivamente si è analizzato come la teoria del trade-off abbia studiato sul trovare livelli ottimali di finanziamento del debito, ispirati all'effetto di intreccio

---

<sup>80</sup>Volpin P. F. (2002), "Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy", in *Journal of Financial Economics*, 64, pp. 61-90.

Citato da:

Domenichelli O. (2013). *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino, pp. 107

<sup>81</sup> Modigliani F. e Miller M.H., 1958, The cost of capital, Corporation finance and the theory of investment, in *American Economic Review*, 48(3), p. 268

<sup>82</sup> Modigliani F. e Miller M.H., 1963, Corporate Income Taxes and the cost of capital: a Correction, in *American Economic Review*, 53(3), p.443

tra i benefici fiscali del debito e il rischio di bancarotta causato dall'indebitamento delle imprese. In più, sempre in ottica trade-off, è stato considerato il bilanciamento tra i benefici ed i costi legati ai conflitti di agenzia.

Infine, sono stati descritti gli studi basati sulle asimmetrie informative, che fanno sì che le decisioni legate alla struttura finanziaria delle imprese seguano un ordine gerarchico delle fonti di finanziamento.

Esaminare tali teorie, ha fatto emergere dunque una serie di vantaggi legati all'indebitamento come:

- Benefici fiscali del debito: nascono, dall'introduzione dell'imposizione fiscale. Per cui, l'impresa attraverso il debito, trasferisce il valore che in sua assenza si sarebbe accaparrato lo stato, agli azionisti o obbligazionisti attraverso il pagamento degli interessi<sup>83</sup>.

Questo, aveva fatto emergere l'ipotesi che un'impresa si potesse indebitare quasi all'infinito<sup>84</sup>, per accaparrarsi in maniera illimitata di questi benefici fiscali, tuttavia, inserendo la possibilità di fallimento il contesto è mutato considerevolmente. Quello che si è osservato infatti, è l'importanza di bilanciare

---

<sup>83</sup>Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino, p. 65

<sup>84</sup>Murray Z.F. e Goyal V.K. (2007), Trade-off and Pecking order theories of debt, in Center of corporate governance – Tuckschool of business at Dartmouth, WorkingPaper, p.9

Citato da:

Domenichelli O. (2013). Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese; G. Giappichelli editore; Torino, p. 70

tali benefici con i costi diretti e indiretti del dissesto dovuti ad un elevato ricorso al debito<sup>85</sup>.

- Il ricorso al debito Riduce i costi legati ad i conflitti di agenzia del capitale proprio<sup>86</sup>: Tali conflitti come esplicito nei paragrafi precedenti, si riferiscono a comportamenti pregiudizievoli dei manager nei confronti degli azionisti, attraverso azioni attuate con lo scopo di sottrarre valore a quest'ultimi per il proprio tornaconto. In questo caso, si era osservato come il ricorso al debito attenuava i costi in esame attraverso una riduzione dei flussi di cassa disponibili per i dirigenti, deviando le risorse finanziarie dell'azienda verso il rimborso del debito<sup>87</sup>.

- Possibilità di finanziare progetti con VAN positivo: Attraverso il ricorso al debito, le aziende si finanziano per evitare problemi di sotto-investimento.

---

<sup>85</sup> Kraus A. e Litzenberger R.H. (1973), A state-preference model of optimal financial leverage, in *The journal of finance*, 33, pp.22-911

Citato da:

Domenichelli O. (2013), *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino; p. 72

<sup>86</sup>Domenichelli O. (2013). *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino, p.80

<sup>87</sup>Jansen M.C. e Meckling W.H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in *Journal of financial management*, 3(4), pp. 324-325

Citato da:

Domenichelli O. (2013). *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino, p.80

- Mantenere il controllo dell'impresa<sup>88</sup>: ad esempio in un'impresa a conduzione familiare i membri della famiglia preferiscono il ricorso al debito, per non frammentare la proprietà e rischiare così facendo di perderne il controllo<sup>89</sup>.

---

<sup>88</sup>Domenichelli Oscar, (2019), Zero-Leverage Policy: Is the Family Nature of Private Firms Relevant? In International journal of economics and finance, p. 28

<sup>89</sup> Vedi capitolo 1 paragrafo 1.5



## CAPITOLO 2

### LE RAGIONI A SOSTEGNO DELL'ASSENZA DI INDEBITAMENTO

#### 2.1 UN'ANALISI PRELIMINARE DEL FENOMENO DELLE IMPRESE PRIVE DI DEBITO

In questo capitolo, si analizzeranno le scelte di struttura finanziaria di imprese, che scelgono di non usufruire dei vantaggi dell'indebitamento discussi nel precedente capitolo, perseguendo una politica priva di debito.

Infatti, tutti gli approcci legati all'analisi delle decisioni sulla struttura del capitale sono focalizzati sull'esistenza del debito e sulle sue diverse determinanti a livello aziendale e istituzionale. Tuttavia, una percentuale non trascurabile di società decide di rimanere senza leva finanziaria, pubblicando bilanci senza debiti<sup>90</sup>.

Tali imprese sono conosciute nel linguaggio tecnico come *zero-leverage firms* ovvero, aziende che non hanno debito nella loro struttura finanziaria prediligendo come fonti di finanziamento equity e autofinanziamento.

Nei paragrafi successivi si tratterà inizialmente, di inquadrare il fenomeno in termini di sviluppo, per comprenderne l'evoluzione negli anni, infatti, si vedrà

---

<sup>90</sup> Paolo Saona, Eleuterio Vallelado, Pablo San Martín (2020), Debt, or not debt, that is the question: A Shakespearean question to a corporate decision, in Journal of Business Research, Volume 115, P. 379

come le imprese che non ricorrono al debito siano aumentate e sviluppate negli anni nei vari mercati mondiali<sup>91</sup>.

Successivamente si passerà all'analisi dello *zero-leverage puzzle*, per cui comprendere attraverso le analisi empiriche effettuate da numerosi studiosi, che caratteristiche ha questa tipologia di impresa. Si farà riferimento all'età, alla dimensione, al mercato di riferimento, alla struttura di governance ecc.

Una volta analizzati questi primi elementi, si passerà all'esame delle motivazioni per le quali, le imprese perseguono una politica *zero-leverage*.

In prima battuta si considereranno le imprese che sono soggette a vincoli finanziari, poiché è stato osservato che essi influiscono notevolmente nella scelta riguardante la politica della struttura finanziaria dell'impresa<sup>92</sup>.

Mentre, in secondo luogo si passerà alle imprese finanziariamente non vincolate in quanto si osserverà che esse scelgono deliberatamente di detenere un grado di indebitamento basso<sup>93</sup>.

In conclusione, invece, si prenderanno in considerazione come la cultura e le idee manageriali impattino su questa scelta, e allo stesso modo come i le condizioni macroeconomiche e le caratteristiche dei sistemi finanziari dei paesi spingono verso una *zero-leverage policy*.

---

<sup>91</sup>Kamal Haddad, Babak Lotfaliei (2019), Trade-off theory and zero leverage, in Finance Research Letters, Volume 31, p. 165

<sup>92</sup>Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), in International Review of Financial Analysis, Volume 30, P. 189

<sup>93</sup>Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), in International Review of Financial Analysis, Volume 30, P. 189

Questi elementi appena elencati permettono dunque di ottenere un'ampia visione delle motivazioni che ci sono dietro uno scarso indebitamento, e quindi capire perché molte aziende decidono di non accaparrarsi dei vantaggi legati all'acquisizione di debito.

#### 2.1.1 La crescita della propensione delle imprese per bassi livelli di indebitamento

In questa sezione della tesi, si vuole mostrare come negli ultimi anni sia cresciuto il fenomeno delle imprese che non ricorrono al debito per finanziare i propri investimenti.

Da un'analisi della letteratura, pur come affermato nell'introduzione, non si riescono a reperire dati recenti sullo sviluppo del fenomeno, tuttavia è possibile comunque osservare un trend di crescita dai dati passati che vengono forniti da diversi autori.

Quello che emerge è che nonostante le teorie elencate nel primo capitolo, le imprese al di sotto del loro livello di debito obiettivo stanno lasciando una notevole quantità di denaro sul tavolo non facendo leva per ottenere scudi fiscali

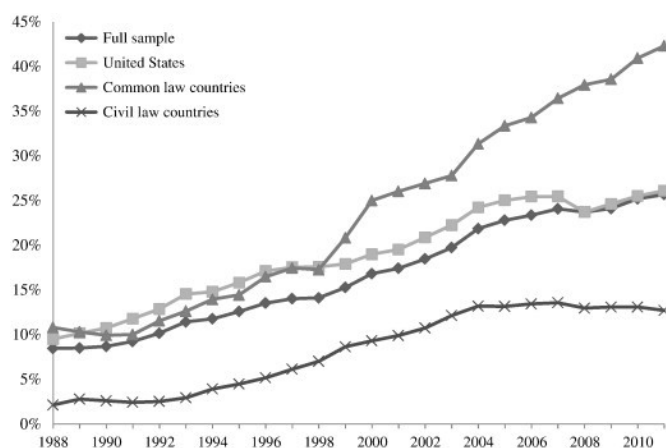
sul debito. Tuttavia, vari autori mostrano come sia sconcertante che un numero sempre maggiore di imprese non ha alcun importo di debito<sup>94</sup>.

Infatti, i dati mostrano come in media, il 10,2% di grandi imprese negli Stati Uniti non ha debiti in un periodo dal 1962 al 2009 e quasi il 22% ha meno del 5% di indice di leva finanziaria<sup>95</sup>.

Dalla figura 2.1 è possibile osservare come dal 8,47% nel 1988, salendo al 25,70% nel 2011, un numero sempre maggiore di imprese non hanno debito nella loro struttura finanziaria<sup>96</sup>.

**Figura 2.1**

**“Propensione delle imprese ad avere una struttura finanziaria priva di debito. In ottica di paesi Common Law, Civil Law”**



Fonte: Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), *The international zero-leverage phenomenon*, in *Journal of Corporate Finance*, Volume 23, Pp.196-221

<sup>94</sup> Kamal Haddad, Babak Lotfaliei (2019), Trade-off theory and zero leverage, in *Finance Research Letters*, Volume 31, P. 165

<sup>95</sup> Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), “The mystery of zero-leverage firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 109 No. 1, p. 1

<sup>96</sup> Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), *The international zero-leverage phenomenon*, in *Journal of Corporate Finance*, Volume 23, P. 196

Oltre a questo dato, nella figura gli autori mostrano la propensione allo *zero-leverage* tra paesi *common* e *civil law*.

Per *civil law countries*, si intendono i paesi appartenenti ad una tradizione giuridica alla base della maggior parte degli ordinamenti del mondo, ci si riferisce soprattutto ai paesi nell'Europa continentale, ma ne fanno anche parte il Quebec (Canada), Louisiana (USA), Giappone, America Latina, Cina, e la maggior parte delle ex-colonie europee.

Mentre per *common law* si intende il sistema giuridico nato in Inghilterra, e diffusasi nei paesi di tradizione inglese o nelle ex-colonie britanniche come Usa, o Australia.

Quest'ultimi nella figura 2.1 mostrano un maggior livello di imprese che non detiene debito sfiorando il 40%, ciò è dovuto ad elementi caratteristici dei paesi *common law* che forniscono un'elevata protezione degli investitori, rispetto ai paesi *civil law*.<sup>97</sup>

Infatti, sistemi con un'elevata protezione degli investitori, favoriscono la raccolta di *equity* da parte delle aziende, grazie alle maggiori tutele legislative.

---

<sup>97</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, RebekkaHaller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in Journal of Corporate Finance, Volume 23, P. 207.

A tal proposito è infatti riscontrabile come circa il 20% delle imprese statunitensi è senza debiti<sup>98</sup> dimostrando come le imprese *zero-leverage* negli USA non sono rare nella maggior parte dei settori<sup>99</sup>.

Al contrario nel secondo caso, ovvero, nei paesi *civil law* il grafico mostra che solo il 9% delle imprese del campione persegue una politica *zero-leverage* dimostrando, quindi una diffusione minore del fenomeno.

Peraltro, Saona Vallelado e Martin (2020) citando Khoo e Durand (2017) mostrano come le imprese "quasi interamente azionarie" sono aumentate tra il 1990 (7,5%) e il 2014 (28,3%) in Giappone, non seguendo quindi il trend dei paesi *civil law* rappresentato nella figura 2.1.

Ritornando al grafico, si può inoltre osservare la linea rappresentante l'intero campione, dove viene mostrato come in media un'impresa su quattro segue una politica *zero-leverage*, almeno fino al 2011.

A tal proposito ulteriori dati mostrano come fino al 2016, oltre il 26% delle società è classificato come società a leva zero<sup>100</sup> confermando il trend di crescita.

Questa serie di dati fa comprendere dunque, come il fenomeno *zero-leverage* è assolutamente rilevante, in quanto costituisce una porzione importante di imprese.

---

<sup>98</sup>Paolo Saona, Eleuterio Vallelado, Pablo San Martín (2020), Debt, or not debt, that is the question: A Shakespearean question to a corporate decision, in *Journal of Business Research*, Volume 115, P. 378

<sup>99</sup>Byoun, S. and Xu, Z. (2013), "Why do some firms go debt free?", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 42 No. 1, p. 1

<sup>100</sup>Flávio Morais, Zéli Serrasqueiro, Joaquim J.S. Ramalho, (2022), Capital structure speed of adjustment heterogeneity across zero leverage and leveraged European firms, in *Research in International Business and Finance*, Volume 62, p.1

Infatti, le principali aziende quotate nell'indice S&P 500, come Apple, Yahoo, Texas Instruments, Bed Bath & Beyond o Urban Outfitters, sono esempi del fatto che la percentuale di aziende a leva zero è notevolmente aumentata nel tempo<sup>101</sup>.

Dunque in conclusione, non solo una parte significativa delle imprese mantiene un comportamento a livello di debito zero o un livello di debito estremamente basso nelle proprie strutture patrimoniali, ma la prevalenza di imprese *unlevered* è davvero un fenomeno globale<sup>102</sup>.

### 2.1.2 L'analisi dello *Zero-leverage puzzle*

Generalmente si usano tre criteri per definire le categorie di imprese a basso indebitamento: imprese a debito zero, imprese a leva finanziaria quasi zero e imprese a debito netto zero. Pertanto, la prima categoria, comprende le imprese che presentano una leva finanziaria pari a 0. La seconda categoria, comprende le imprese con leva finanziaria inferiore al 5 per cento. La terza categoria è rappresentata dalle imprese con debito negativo. Gli autori includono le imprese

---

<sup>101</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in *Journal of Corporate Finance*, Volume 23, p. 196-197

<sup>102</sup>Paolo Saona, Eleuterio Vallelado, Pablo San Martín (2020), Debt, or not debt, that is the question: A Shakespearean question to a corporate decision, in *Journal of Business Research*, Volume 115, P. 379

in questa categoria quando il debito residuo è inferiore alla liquidità e agli investimenti a breve termine<sup>103</sup>.

Comprendere il comportamento delle imprese a leva zero è importante per una serie di motivazioni.

Innanzitutto perché, si è osservato nella sezione precedente che la politica di uno scarso ricorso al debito è perseguita da un grande numero di imprese, non rappresentando quindi un fenomeno isolato capirne le motivazioni risulta essere fondamentale.

Quindi, analizzando le ragioni che spingono le imprese ad adottare una politica di struttura finanziaria a leva zero, aiuta a comprendere se esse perdono effettivamente le opportunità di ottimizzare i benefici fiscali del debito, perdendo una notevole quantità di denaro<sup>104</sup>.

A tal proposito si può osservare dalla letteratura sul tema *zero-leverage* è che vi sono una serie di articoli accademici, che mirano ad identificare una serie di motivazioni per cui un'impresa possa basare la sua struttura finanziaria su bassi livelli di debito.

In primo luogo, spicca il fatto che al contrario di come si può pensare le imprese zero-leverage non sono solo aziende di piccole dimensioni o con bassa

---

<sup>103</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", Journal of Financial Economics, Vol. 109 No. 1, p. 4

<sup>104</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", Journal of Financial Economics, Vol. 109 No. 1, p. 2



reputazione del brand, che non attirano investitori, ma spesso spicca che sono imprese consolidatissime nel mercato, soprattutto quello azionario.

Infatti, si denota come le imprese con queste caratteristiche sono quelle più consolidate sul mercato, per cui esse mantenendo una politica di leva finanziaria zero solo per un breve periodo di tempo, conservando la loro capacità di indebitamento per l'utilizzo nel prossimo futuro<sup>105</sup>.

Tale quadro ci permette di identificare un primo gruppo di aziende, ovvero quelle che non sono colpite dai vincoli finanziari. In questo contesto esse scelgono deliberatamente di essere *zero-leverage*, per perseguire obiettivi di flessibilità finanziaria o per risolvere problemi di sotto-investimento<sup>106</sup>.

Situazione opposta, si osserverà per le piccole imprese, o per le imprese giovani, generalmente meno conosciute sul mercato, e percepite dunque come più rischiose da eventuali finanziatori.

Quindi esse essendo finanziariamente vincolate adotteranno una politica zero-leverage per necessità, infatti tali imprese si affideranno al finanziamento azionario liberandosi dal debito<sup>107</sup>.

È stato osservato inoltre, come un altro elemento che può determinare una politica di basso indebitamento è l'ipotesi del “trinceramento Manageriale”.

---

<sup>105</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in *Journal of Corporate Finance*, Volume 23, P. 197

<sup>106</sup>Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), in *International Review of Financial Analysis*, Volume 30, P. 190

<sup>107</sup>Ghose, Biswajit, Kabra, Kailash Chandra, (2016), What determines firms? zero-leverage policy in India?, in *Managerial finance*, Vol. 42, Issue 12, p.1140

Ciò che si può riscontrare è che spesso a causa di scarse strutture governance societario ci saranno manager che evitano il ricorso al debito<sup>108</sup>.

Quello che si denota è che i manager potrebbero essere riluttanti a prendere decisioni che potrebbero aumentare il rischio o l'instabilità dell'azienda, come l'assunzione di debito, ed ai rischi ad esso collegati<sup>109</sup>.

Oltre a questo essi sono spinti a tale politica per perseguire fini personali, non solo per una questione prettamente retributiva, ma anche per mitigare i rischi specifici legati alla propria posizione<sup>110</sup>.

Altri elementi che possono influenzare le aziende a percorrere una strada *zero-leverage* sono le condizioni macroeconomiche ed i sistemi finanziari dei paesi, dove è stato osservato che la probabilità di applicare una zero-leverage policy aumenta in caso di condizioni macroeconomiche avverse<sup>111</sup>. Lo stesso avviene nel caso un'impresa operi in paesi sviluppati e ad alto reddito e nei paesi con sistemi finanziari orientati al mercato.

Alla luce di quanto detto finora il lavoro nei successivi paragrafi si svilupperà elaborando le motivazioni appena indicate.

---

<sup>108</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", Journal of Financial Economics, Vol. 109 No. 1, p. 17-18

<sup>109</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", Corporate Governance, Vol. 22 No. 1, p. 70

<sup>110</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", Corporate Governance, Vol. 22 No. 1, p. 71

<sup>111</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", Corporate Governance, Vol. 22 No. 1, p. 70

In quanto, non solo queste imprese di cui trattiamo rappresentano larga parte del tessuto economico ma, la *zero leverage policy* non è neanche un fenomeno a breve termine, poiché il 61% delle aziende che non hanno debiti in un determinato anno non mostra alcuna intenzione di assumere debiti l'anno successivo<sup>112</sup>.

Importanti sono anche i risultati economici che riescono a raggiungere queste imprese, infatti si nota come le imprese a leva zero che pagano dividendi pagano dividendi sostanzialmente più alti, sono più redditizie, pagano tasse più alte e hanno saldi di cassa più elevati rispetto alle altre imprese a leva scelte per settore e dimensione<sup>113</sup>.

## **2.2 L'IMPATTO DEI VINCOLI FINANZIARI SULLE POLITICHE DI INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE**

### 2.2.1 La scelta del grado di indebitamento delle imprese finanziariamente vincolate

Parte delle letteratura inerente alle imprese che non fanno ricorso al debito nella propria struttura finanziaria, sostiene che una delle motivazioni per le quali le

---

<sup>112</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", Journal of Financial Economics, Vol. 109 No. 1, p. 2

<sup>113</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", Journal of Financial Economics, Vol. 109 No. 1, p. 1

aziende perseguono una politica zero-leverage è legata alla presenza dei vincoli finanziari<sup>114</sup>.

Si intende nello specifico i vincoli di credito, ovvero si fa riferimento alle restrizioni o alle condizioni che le aziende devono affrontare quando cercano di ottenere finanziamenti da istituti finanziari o altri creditori. Questi vincoli, sono stabiliti per proteggere gli interessi dei creditori e garantire che l'azienda beneficiaria del credito sia in grado di adempiere ai propri obblighi di pagamento. Tali vincoli possono essere impostati in differenti modalità, tuttavia quello che arrecano è il fatto che numerose aziende non riescono ad accedere al mercato del debito per finanziare i propri progetti di investimento<sup>115</sup>.

Le motivazioni possono essere differenti, in particolare faranno più difficoltà ad accedere al debito aziende che non hanno un buon rating<sup>116</sup> al contrario di società

---

<sup>114</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 70

<sup>115</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2020), the zero-leverage phenomenon : A bivariate probit with partial observability approach, in *research international business and finance*, 53, p. 5

<sup>116</sup> Il rating è una valutazione attribuita da agenzie di rating indipendenti alle obbligazioni emesse da aziende, enti governativi o strumenti finanziari complessi. Esso fornisce una valutazione oggettiva sulla capacità dell'emittente di onorare i propri obblighi di pagamento.

Le agenzie di rating, come Standard & Poor's (S&P), Moody's e FitchRatings, valutano il merito creditizio di un'entità emittente, analizzando diversi fattori quali la stabilità finanziaria, la capacità di generare flussi di cassa, la gestione del debito e altri indicatori finanziari. Sulla base di queste valutazioni, le agenzie assegnano un rating che può variare in base alla scala utilizzata da ciascuna agenzia.

che lo dispongono<sup>117</sup>. Quindi la reputazione in questo contesto rivestirà un ruolo fondamentale per avere accesso al debito.

Infatti, nella maggior parte degli studi empirici che considera l'esistenza dei vincoli di credito, gli istituti creditizi non sono disposti a concedere debito ad imprese senza reputazione<sup>118</sup>. Lo stesso accade per imprese che dimostrano avere una maggiore volatilità degli asset, infatti, è più probabile che esse siano sottoposte a tali vincoli<sup>119</sup>.

Anche la presenza di informazioni asimmetriche all'interno dei mercati è possibile che incidano in maniera diretta sulle società che non riescono a ricorrere al credito, poiché i finanziatori non sono in grado di identificare la qualità dei loro asset<sup>120</sup>.

Inoltre, i vincoli finanziari possono essere correlati al rischio patrimoniale e degli elevati costi di bancarotta attesi<sup>121</sup>.

---

<sup>117</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in *Journal of Corporate Finance*, Volume 23, P. 210

<sup>118</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, pp. 67.

<sup>119</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in *Journal of Corporate Finance*, Volume 23, P. 196

<sup>120</sup>Hadlock C. J., Pierce J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1909–1940.

Citato da:

Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), in *International Review of Financial Analysis*, Volume 30, P. 190

<sup>121</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in *Journal of Corporate Finance*, Volume 23, p. 210

Anche fattori come la dimensione e l'età dell'impresa sono rilevanti, in quanto è stato osservato come tali elementi creino delle barriere all'emissione del debito a causa dei costi di transazione più elevati rispetto alle imprese più anziane e consolidate sul mercato<sup>122</sup>.

Per cui considerando ciò, si riscontra che in presenza di mercati di capitali imperfetti ed in presenza di frizioni di mercato l'impresa non riuscirà a prendere in prestito fondi per finanziare progetti di investimento con VAN positivo<sup>123</sup>.

Per cui alla luce di ciò, si avrà che le imprese "finanziariamente vincolate" saranno sotto indebitate rispetto a quelle che non sono colpite dai vincoli<sup>124</sup>.

Per cui in questo particolare caso, quello che si può dedurre è che la politica *zero-leverage* per queste imprese non è una scelta, ma bensì una necessità. Esse infatti, per realizzare i propri progetti di investimento faranno ricorso principalmente al capitale proprio e all'autofinanziamento piuttosto che al debito.

In letteratura si fa notare come all'interno del fenomeno *zero-leverage* le imprese sottoposte a vincoli finanziari siano la maggioranza rispetto a quelle non sottoposte ai vincoli<sup>125</sup>.

---

<sup>122</sup>Feraro, Joaquim, Curto, Jose Dias, Gama, Ana Paula, (2016), Low-leverage policy dynamics: an empirical analysis, in *Review of accounting & finance*, , Vol. 15(4), p. 472

Citando:

Leary, M. and Roberts, M. (2010), "The pecking order, debt capacity, and information asymmetry", *Journal of Financial Economics*, Vol. 95 No. 3, pp. 332-355.

<sup>123</sup>Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), *International Review of Financial Analysis*, Volume 30, P. 190

<sup>124</sup>Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), *International Review of Financial Analysis*, Volume 30, P. 191

E' stato inoltre dimostrato come quelle vincolate siano quelle di più piccola dimensione, età e con livelli di redditività più bassi<sup>126</sup>.

Le imprese *zero-leverage* finanziariamente vincolate assumono caratteristiche particolari rispetto alla loro controparte, ovvero quelle non sottoposte ai vincoli. In particolare si fa riferimento al fatto che, in primo luogo, esse perseguono più a lungo una politica di zero debito. Questo fatto, è dovuto alla scarsa, se non totale mancanza di capacità di indebitamento; per cui non essendo in grado di emettere debito, seguono una politica zero per più a lungo.<sup>127</sup>

Queste imprese infatti, <sup>128</sup>dipenderanno maggiormente da fondi interni, rimanendo meno flessibili nelle loro decisioni di investimento, per cui non saranno in grado di investire quanto le imprese che possono rimanere *zero-leverage* per minor tempo.

---

<sup>125</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in Journal of Corporate Finance, Volume 23, p. 218

<sup>126</sup>Feraro, Joaquim, Curto, Jose Dias, Gama, Ana Paula, (2016), Low-leverage policy dynamics: an empirical analysis, in Review of accounting&finance, , Vol. 15(4), p. 472

Citando:

Hadlock C. J., Pierce J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index, in The Review of Financial Studies, 23(5), 1909–1940.

<sup>127</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in Journal of Corporate Finance, Volume 23, P. 213

<sup>128</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in Journal of Corporate Finance, Volume 23, Pp.196-221

Ciò è dimostrato dal fatto che i dati raccolti mostrano che le imprese vincolate sono quelle più persistenti al basso indebitamento, rimanendo quindi *zero-leverage* per un periodo superiore rispetto alle loro controparti<sup>129</sup>.

Quello che si può osservare circa le imprese vincolate è che, non riuscendo a ricorrere al debito, esse sono le emittenti di azioni più attive, sono quelle che ed, inoltre, sono quelle che fanno più attività ricerca e sviluppo<sup>130</sup>.

Inoltre, è dimostrato come abbiano la propensione a non pagare dividendi in modo tale da conservare la liquidità interna per investimenti futuri<sup>131</sup>.

In conclusione, le imprese sottoposte a vincoli di credito saranno probabilmente *zero-leverage* pur non scegliendo tale via, essendo giovani e spesso di piccola dimensione, faranno ricorso al mercato azionario, rimanendo zero-leverage per lungo periodo e non pagando dividendi cercheranno di approvvigionarsi dei fondi per finanziare investimenti con VAN positivo.

Prima di indebitarsi, la maggior parte di loro trascorrerà diversi anni senza accessi alle varie linee di credito disponibili<sup>132</sup>.

---

<sup>129</sup>Bae, Chang Suk, and Hae Jin Chung, (2022), "Zero-Leverage Puzzle Revisited: Evidence from Acquisition Behaviors, in International Journal of Financial Studies, pp. 2-3

<sup>130</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka nHaller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in Journal of Corporate Finance, Volume 23, Pp.211-212

<sup>131</sup>Miglo, Anton, (2020), Zero-Debt Policy under Asymmetric Information, Flexibility and Free Cash Flow Considerations, in Journal of Risk and Financial Management, p. 297

<sup>132</sup>Devos, E., Dhillon, V., Jagannathan, M. and Krishnamurthy, S. (2012), "Why are firms unlevered?", Journal of Corporate Finance, Vol. 18 No. 3, p. 668



Tali imprese quando ottengono il finanziamento del debito sarà principalmente attraverso le banche e utilizzeranno tale debito, per finanziare grandi progetti e grandi investimenti redditizi<sup>133</sup>.

### 2.2.2 La scelta del livello di leverage delle imprese finanziariamente non vincolate

In questa seconda parte del paragrafo, si passerà all'analisi delle imprese opposte a quelle descritte nella precedente sezione, ovvero quelle che non sono soggette ai vincoli finanziari.

Per cui, esse sceglieranno deliberatamente, a differenza delle imprese non vincolate, di intraprendere una politica *Zero-leverage*.

Per cui, qua di seguito si analizzeranno alcuni studi ad esempio Dang, (2013)<sup>134</sup> che propongono una argomentazione, secondo cui non tutte le imprese che perseguono la politica *zero leverage* sono finanziariamente limitate.

I motivi alla base del perseguimento della politica *zero-leverage* quindi, sembrano essere diversi per le imprese vincolate e non. Come visto in precedenza le imprese del primo gruppo si contraddistinguono per avere bassa redditività, essere di più piccole dimensioni e giovani ed avere un alto tasso di crescita, per tali motivi esse

---

<sup>133</sup>Devos, E., Dhillon, V., Jagannathan, M. and Krishnamurthy, S. (2012), "Why are firms unlevered?", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18 No. 3, p. 668

<sup>134</sup>Viet Anh Dang, (2013), *An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK*, *International Review of Financial Analysis*, Volume 30, Pp.189-202

non sono in grado di accedere al mercato del debito. Per cui perseguiranno una politica con bassi livelli di debito per necessità, quindi attraverso l'equity finanziano i progetti futuri, dimostrandosi così gli emittenti azionari più attivi<sup>135</sup>.

Al contrario le imprese non vincolate, risultano essere le aziende di più grande dimensione, che possiedono un'ottima reputazione, sono spesso quelle con le migliori valutazioni attribuite dalle agenzie di rating, per cui tali imprese volendo avrebbero libero accesso al debito<sup>136</sup>.

La maggior parte degli studi che riguardano le imprese finanziariamente non vincolate che perseguono una politica zero-leverage trovano le motivazioni legate a tale scelta nel raggiungere obiettivi di flessibilità finanziaria<sup>137</sup> o di tutelarsi al problema del sotto investimento<sup>138</sup>.

L'ipotesi della flessibilità finanziaria propone che la politica di leva finanziaria zero di un'impresa sia guidata da ragioni strategiche. In questo contesto a causa di

---

<sup>135</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in Journal of Corporate Finance, Volume 23, Pp.210-211

<sup>136</sup>Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in Journal of Corporate Finance, Volume 23, P. 214

<sup>137</sup>La flessibilità finanziaria di un'impresa si riferisce alla sua capacità di adattarsi e rispondere in modo efficace ai cambiamenti delle condizioni finanziarie, sia interne che esterne. Indica la capacità dell'impresa di gestire le sue risorse finanziarie in modo tale da essere in grado di affrontare sfide impreviste o sfruttare opportunità di mercato

<sup>138</sup>Il "sotto-investimento" si riferisce a una situazione in cui un'impresa investe meno risorse finanziarie di quelle necessarie per massimizzare il valore per gli azionisti nel lungo termine. In altre parole, l'impresa non sta investendo abbastanza per sfruttare appieno le opportunità di crescita e creazione di valore disponibile. Il sotto-investimento può comportare diversi svantaggi per un'impresa, tra cui la perdita di opportunità di crescita, il deterioramento della competitività nel lungo termine e la riduzione del valore per gli azionisti. Pertanto, è importante per le imprese valutare attentamente le opportunità di investimento e bilanciarle con la propria capacità finanziaria per massimizzare il valore a lungo termine

imperfezioni del mercato come la selezione avversa o costi di transazione<sup>139</sup>, i manager hanno un incentivo a ridurre la leva finanziaria ottimale ex ante se hanno forti aspettative che si discosteranno dal loro obiettivo di debito ex post, come conseguenza di decisioni di investimento future o attuali<sup>140</sup>.

A tal proposito l'intuizione alla base di questa argomentazione è che le imprese utilizzano il debito in modo conservativo in un primo momento, al fine di risparmiare la loro capacità di indebitamento per finanziare opportunità di investimento previste domani. In sintesi, l'ipotesi implica che la politica di leva finanziaria zero di un'impresa sia guidata dal suo desiderio di costruire e preservare la flessibilità finanziaria<sup>141</sup>.

Per quanto riguarda invece la volontà dell'azienda di limitare i problemi di sotto investimento attraverso la *Zero-leverage policy* si mostra che: le aziende con preziose opportunità di crescita e un rischioso eccesso di debito hanno un incentivo a sotto-investire in progetti con VAN positivo<sup>142</sup>. Questo problema di sotto investimento sorge perché il guadagno derivante da un nuovo investimento

---

<sup>139</sup>Zhang, Sijia; Gregoriou, Andros, (2019), Initial bank loans, zero-leverage firms and stock market liquidity: New empirical evidence from the UK, in *Journal of economic studies*, Vol. 46 (5), p.

1030

<sup>140</sup>

Citando:

Myers S.C. Majluf N.S, (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors don't have, in *journal of financial economic*, 15(2), spring, pp. 187-221

<sup>141</sup>Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), In *International Review of Financial Analysis*, Volume 30, P. 191

<sup>142</sup>Myers S.C, (1977), Determinants of corporate borrowing, in *journal of financial economics*, (5), pp. 147-175

finanziato con capitale proprio può maturare per i detentori del debito piuttosto che maturare per gli azionisti.

Per cui, la soluzione a tale problematica come suggerisce Dang (2013) è che le aziende che prevedono preziose opportunità di crescita in futuro riducano la leva finanziaria e quindi diminuiscano l'accesso al debito rischioso.

In sintesi, l'ipotesi del sotto investimento prevede che le imprese abbiano zero leva finanziaria per ragioni strategiche, al fine di ridurre i costi di agenzia del debito e mitigare gli incentivi al sotto investimento.

Una volta chiarite le ragioni strategiche per cui tali imprese non ricorrono all'uso del debito, si vanno qua di seguito ad elencare i tratti distintivi di queste aziende, anche in contrapposizione con le imprese vincolate, al fine di osservarne bene le differenze e capirne il profilo.

In particolare le imprese finanziariamente non vincolate che ricorrono a bassi livelli di debito sono:

- Più grandi e redditizie rispetto alle imprese vincolate: Infatti, le imprese vincolate hanno bassa redditività e alto tasso di crescita e non sono in grado di accedere al mercato del debito. Fanno affidamento principalmente sull'equity in quanto è l'unica fonte esterna di finanziamento a cui possono ricorrere, per questo hanno una politica *zero-lverage* pur non volendolo.

Al contrario, le imprese non vincolate sono le più redditizie, le più grandi sia come dimensione che di età, ed il loro tasso di crescita inoltre non è diverso dalle loro controparti a leva<sup>143</sup>.

- Emettono debito in futuro: infatti è stato osservato in ottica dell'ipotesi della flessibilità finanziaria come queste imprese con una politica del debito prudente effettuano un investimento maggiore in futuro attraverso nuove emissioni di debito<sup>144</sup>.

- Sono imprese *Zero-leverage* non persistenti: infatti, come riscontrato dalle evidenze empiriche risulta che le imprese non vincolate mantengono una leva zero per periodi molto più brevi rispetto alle vincolate<sup>145</sup>.

- Pagano dei dividendi più elevati rispetto alle loro controparti: Le imprese non vincolate possono prendere in prestito per attenuare l'impatto di uno shock economico, mentre le loro controparti vincolate non possono permettersi di farlo<sup>146</sup>.

Inoltre, non dovendo affrontare vincoli severi essendo più mature e redditizie, oltre che di dimensioni maggiori, riescono a pagare dei dividendi relativamente più elevati.

---

<sup>143</sup>Ghose, Biswajit, Kabra, Kailash Chandra, (2016), What determines firms? Zero-leverage policy in India?, in *Managerial finance*, Vol. 42, Issue 12, p. 1139

<sup>144</sup>Ghose, Biswajit, Kabra, Kailash Chandra, (2016), What determines firms? Zero-leverage policy in India?, in *Managerial finance*, Vol. 42, Issue 12, p. 1140-1141

<sup>145</sup>Bae, Chang Suk, and Hae Jin Chung, (2022), "Zero-Leverage Puzzle Revisited: Evidence from Acquisition Behaviors, in *International Journal of Financial Studies*, p. 4

<sup>146</sup>Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), In *International Review of Financial Analysis*, Volume 30, Pp.189

- Scelgono deliberatamente una politica Zero-leverage: infatti, si evidenzia che la politica di leva finanziaria zero non è semplicemente causata dalla mancanza di finanziamenti esterni, ma è guidata da considerazioni strategiche. Le imprese con elevate prospettive di crescita hanno maggiori probabilità di avere una leva finanziaria pari a zero in modo da mitigare gli incentivi al sotto investimento e preservare la flessibilità finanziaria<sup>147</sup>.

In conclusione, in questo primo paragrafo sono state elencate le caratteristiche di due tipologie di imprese, classificate in base al fatto che il loro operato sia guidato dalla presenza o meno dei vincoli finanziari. A prescindere da ciò questa rappresenta la prima motivazione in grado di spiegare il fenomeno *Zero-leverage*, successivamente nei paragrafi seguenti, verranno esplicate altre situazioni che gli studiosi, hanno osservato essere determinanti nello spingere un'impresa a adottare una strategia relativa alla struttura finanziaria con bassi livelli di debito.

### **2.3 LA PROPRIETA' ED IL MANAGEMENT DELLE IMPRESE: COME INFLUENZANO LA STRUTTURA FINANZIARIA**

In questo paragrafo, si osserveranno due motivazioni, che sono alla base della scelta di una politica finanziaria basata su bassi livelli di debito. In particolare, si

---

<sup>147</sup>Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), In International Review of Financial Analysis, Volume 30, Pp.189

fa riferimento al radicamento manageriale, quindi alla possibilità che la politica zero-leverage sia guidata da manager che per loro fini personali ricorrono ad uno scarso utilizzo del debito. Mentre in secondo luogo, si fa riferimento all'influenza che la struttura di governance societaria possa avere sulla propensione delle aziende a detenere una struttura finanziaria che nono prediliga l'indebitamento.

### 2.3.1 L'ipotesi del trinceramento manageriale sulla politica del debito

Una delle motivazioni per cui l'impresa adotta politiche di leva finanziaria zero, definita dalla letteratura una delle decisioni manageriali più enigmatiche sulla struttura del capitale dell'impresa, è la presenza del trinceramento manageriale.

L'argomentazione che i principali studi hanno sviluppato a tal proposito è che i meccanismi di governance più deboli danno più potere e controllo ai manager, aumentando il radicamento manageriale e, di conseguenza, aumentando la loro propensione ad adottare misure di conservazione del debito per proteggere i propri benefici privati<sup>148</sup>.

---

<sup>148</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in Corporate Governance, Vol. 22 No. 1, p. 68

Il radicamento manageriale, è correlato ai conflitti di agenzia del capitale proprio visti nel primo capitolo, che riguardavano i comportamenti pregiudizievoli del management nei confronti degli azionisti<sup>149</sup>.

Infatti, in base alla teoria dell'agenzia si ha che i manager radicati preferiscono aumentare i loro benefici privati piuttosto che massimizzare la ricchezza degli azionisti, originando i cosiddetti conflitti di agenzia<sup>150</sup>.

I manager possono quindi prendere decisioni, legate al proteggersi dal rischio specifico correlato alla loro posizione<sup>151</sup>, tali pratiche sono chiamate "investimenti specifici del manager"<sup>152</sup>.

Esse infatti, rendono costoso per gli azionisti sostituirli, rendendo così difficile la possibilità che essi possano perdere il posto di lavoro. I manager così sono in grado di ottenere salari più alti e maggiori guadagni dagli azionisti e aumentare il loro potere sulle decisioni di investimento e finanziamento dell'impresa.

La questione del radicamento manageriale, connessa ad una politica a basso indebitamento, non è una tesi sostenuta in maniera unanime da tutti gli studiosi.

---

<sup>149</sup> Vedi paragrafo 1.3.2

<sup>150</sup> Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 68

Citando:

Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.

<sup>151</sup> Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 71

<sup>152</sup> Vedi paragrafo 1.3.2



In particolare, Strebulaev e Yang (2013)<sup>153</sup> trovano prove del fatto che meccanismi di governo societario più scadenti, come consigli di amministrazione piccoli e meno indipendenti, causano la presenza di manager radicati che portano la leva finanziaria verso lo zero, mentre Devos et al. (2012)<sup>154</sup> e Byoun e Xu (2013)<sup>155</sup>, utilizzando gli stessi e altri indicatori, non rilevano alcun effetto significativo dei meccanismi di governo societario sull'azzeramento del debito, rifiutando l'ipotesi che le politiche di leva finanziaria zero siano guidate da manager radicati.

Concludendo quindi che le imprese prive di debito non hanno meccanismi di governance più deboli.

I manager per cui, avendo potere di decisione circa la struttura finanziaria dell'impresa, almeno secondo parte della letteratura, potrebbero scegliere livelli di indebitamento bassi al fine di rafforzare la loro posizione all'interno dell'azienda.

Il fenomeno della leva zero dipenderà dal fatto che le preferenze personali dei dirigenti differiscono da quelle degli azionisti. Ad esempio, se il manager è dotato di una consistente proprietà azionaria ed è quindi poco diversificato, troverebbe il

---

<sup>153</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", in *Journal of Financial Economics*, Vol. 109 No. 1, pp. 1-23.

<sup>154</sup>Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M. and Krishnamurthy, S. (2012), "Why are firms unlevered?", in *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18 No. 3, pp. 664-682.

<sup>155</sup>Byoun, S. and Xu, Z. (2013), "Why do some firms go debt free?", in *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 42 No. 1, pp. 1-38.

debito più costoso degli azionisti spingendo quindi per l'attuazione di politiche avverse a quest'ultimo<sup>156</sup>.

La *zero-leverage policy* quindi, è una conseguenza delle azioni eventualmente intraprese da questi manager radicati, in quanto attraverso il basso ricorso al debito puntano ad un aumento della liquidità aziendale, riuscendo ad aumentare il loro potere discrezionale sugli investimenti dell'impresa, sulle decisioni finanziarie, aumentare le risorse sotto il loro controllo, ed aumentare di conseguenza i propri benefici privati<sup>157</sup>.

Per cui in sintesi, chi occupa la funzione direzionale punterà a preservare il *free cash flow*, in quanto mantenere la liquidità è un modo che i manager utilizzano per evitare le pressioni legate all'indebitamento<sup>158</sup>.

Inoltre, le strutture di governo societario agiscono come meccanismi che definiscono i diritti e doveri dei dirigenti e degli azionisti all'interno della società, avendo come obiettivo principale quello di monitorare l'operato del dirigente.

---

<sup>156</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", in Journal of Financial Economics, Vol. 109 No. 1, p. 2-3

<sup>157</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in Corporate Governance, Vol. 22 No. 1, p. 7

Citando:

Jansen M.C. e Meckling W.H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in Journal of financial management, 3(4), pp. 305-360

<sup>158</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", in Journal of Financial Economics, Vol. 109 No. 1, pp. 1-23.

Citando:

Jansen M.C. e Meckling W.H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in Journal of financial management, 3(4), pp. 305-360

Per cui l'ipotesi fin ora descritta potrebbe essere evitata se l'impresa adotta meccanismi di monitoraggio più efficienti<sup>159</sup>.

Questo tema risulta essere assolutamente rilevante poiché come descritto all'interno del primo capitolo, predisporre adeguati sistemi di monitoraggio e sistemi di retribuzione studiati al fine di ridurre comportamenti pregiudizievoli dei manager sono fondamentali.

### 2.3.2 La struttura proprietaria e la tipologia di impresa nell'ambito delle imprese prive di debito

Per spiegare la logica della leva finanziaria zero, al di là del radicamento manageriale come fatto precedentemente, è importante analizzare anche come concorrono le strutture di governance dell'impresa rispetto tale politica.

L'argomentazione che viene proposta dagli studiosi è che i meccanismi di governance più deboli danno più potere e controllo ai manager, aumentando le possibilità del radicamento manageriale<sup>160</sup>.

Di conseguenza, aumenterà la loro propensione ad adottare misure di conservazione del debito per proteggere i propri benefici privati<sup>161</sup> e ridurre il rischio di impiego non diversificabile

---

<sup>159</sup>Devos, E., Dhillon, V., Jagannathan, M. and Krishnamurthy, S. (2012), "Why are firms unlevered?", in Journal of Corporate Finance, Vol. 18 No. 3, p. 665

<sup>160</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", in Journal of Financial Economics, Vol. 109 No. 1, p. 17-19

Byoun e Xu (2013)<sup>162</sup>, Devos et al. (2012)<sup>163</sup> e Strebulaev e Yang (2013)<sup>164</sup> sono gli studi più riconosciuti che utilizzano l'approccio della corporate governance per spiegare la leva zero utilizzando campioni di società quotate negli Stati Uniti.

In particolare, Strebulaev e Yang (2013) trovano prove del fatto che meccanismi di governo societario meno efficaci, come consigli di amministrazione piccoli e meno indipendenti, aumentano la presenza di leva finanziaria pari a zero.

Cosa che non viene riscontrata da Devos et al. (2012) e Byoun e Xu (2013), che utilizzando gli stessi e altri indicatori, non rilevano alcun effetto significativo dei meccanismi di governo societario sull'azzeramento del debito.

Nonostante ciò, si ritiene importante studiare il ruolo svolto dai meccanismi di governance delle imprese sul fenomeno della leva zero poiché, tali strutture, dovrebbero favorire la predisposizione di adeguati sistemi di monitoraggio necessari per evitare i conflitti di agenzia.

In questo paragrafo si osserverà nello specifico il ruolo della struttura proprietaria e quindi dei meccanismi di governance legati all'impresa.

---

<sup>161</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 68

citando:

Jensen, M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", in *American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, pp. 323-329.

<sup>162</sup>Byoun, S. and Xu, Z. (2013), "Why do some firms go debt free?", in *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 42 No. 1, pp. 1-38.

<sup>163</sup>Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M. and Krishnamurthy, S. (2012), "Why are firms unlevered?", in *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18 No. 3, pp. 664-682

<sup>164</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", in *Journal of Financial Economics*, Vol. 109 No. 1, pp. 17-19

Tale studio, può partire dal fatto che come già accennato in precedenza, nei meccanismi di governo societario più deboli (ad es. consigli di amministrazione più piccoli e meno indipendenti), si trova un campo fertile in cui i manager radicati possono operare, con la conseguenza di aumentare la propensione all'effetto leva zero<sup>165</sup>.

Partendo dal fatto che le strutture di governo societario sono quelle che agiscono come meccanismi che definiscono i diritti e doveri dei dirigenti e degli azionisti all'interno della società, avendo come obiettivo principale quello di monitorare l'operato del dirigente, per garantire che non vi siano conflitti di interesse tra il preponente e l'agente<sup>166</sup>.

I meccanismi di governo societario sono generalmente suddivisi in due categorie, meccanismi interni ed esterni<sup>167</sup>.

---

<sup>165</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", in *Journal of Financial Economics*, Vol. 109 No. 1, pp. 17-19.

<sup>166</sup>Ferreira, D., Ferreira, M.A. and Raposo, C.C. (2011), "Board structure and price informativeness", in *Journal of Financial Economics*, Vol. 99 No. 3, pp. 523-545.

Citato da:

Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 72

<sup>167</sup>Weir, C., Laing, D. and Mcknight, P.J. (2002), "Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies", in *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 2 No. 5, pp. 579-611.

Citato da:

Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 72

Quando si parla di meccanismi interni, si intende un elemento chiave della struttura di governo societario, in particolare la dimensione e la composizione del consiglio di amministrazione.

E' noto come la loro funzione principale è quella di monitorare le azioni e le decisioni del manager.

Qualora fossimo di fronte ad un CDA con dimensioni ridotte e membri meno indipendenti si ricorda che dal punto di vista dell'agenzia è una situazione più favorevole per far sorgere comportamenti opportunistici da parte dei manager<sup>168</sup>.

Questo perché diminuendo il potenziale del consiglio di amministrazione di monitorare efficacemente la gestione aziendale aumenta la propensione al comportamento opportunistico del manager, e la conseguente adozione di politiche di leva zero da parte delle imprese.

Un impatto importante su questo tema lo ha il fatto che un'impresa operi o meno in un sistema finanziario basato sulle banche oppure sui paesi basati sul ricorso al mercato azionario<sup>169</sup>. In particolare, si osserva che nei sistemi finanziari basati sul mercato gli investitori hanno accesso a un consistente flusso di informazioni sulle imprese, per cui questo elemento è possibile che in meccanismi interni di governo societario più deboli possano addirittura contribuire a diminuire la propensione a

---

<sup>168</sup>Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), "The mystery of zero-leverage firms", in Journal of Financial Economics, Vol. 109 No. 1, p. 2-3

<sup>169</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in Corporate Governance, Vol. 22 No. 1, p. 74

politiche di leva zero. In quanto, un manager opportunisto può essere più facilmente individuato da investitori esterni avendo la possibilità di esercitare la funzione di monitoraggio nei confronti dell'impresa<sup>170</sup>.

D'altra parte nei paesi basati sulle banche, la protezione degli interessi degli investitori e la circolazione delle informazioni sulle imprese è sicuramente minore, per cui gli autori prevedono che i meccanismi interni di governo societario più deboli aumenteranno la propensione all'indebitamento zero.

In quanto, eventuali condotte opportunistiche dei manager potrebbero non essere facilmente individuate.

Inoltre, è utile osservare come la concentrazione della struttura proprietaria<sup>171</sup> influenza un comportamento *zero-leverage* delle imprese<sup>172</sup>.

Infatti, la presenza di grandi azionisti, per cui una maggiore concentrazione della proprietà, diminuisce la propensione al radicamento manageriale, che può tradursi in una minore propensione a politiche a leva zero<sup>173</sup>.

---

<sup>170</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 72

<sup>171</sup> La concentrazione della struttura proprietaria di un'impresa si riferisce al grado in cui il controllo e la proprietà dell'azienda sono concentrati in poche mani. Indica quanto le azioni, le quote o le partecipazioni dell'impresa siano detenute da un numero limitato di individui o entità. Quando si parla di concentrazione della struttura proprietaria, si fa riferimento alla distribuzione della proprietà e del potere decisionale all'interno dell'azienda. Se la struttura proprietaria è altamente concentrata, significa che una o poche persone o entità detengono la maggioranza delle azioni o quote dell'impresa e quindi hanno un controllo significativo sulle decisioni aziendali.

<sup>172</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 67

A tal proposito, la presenza di azionisti che detengono una quota importante possa comportare forti incentivi al monitoraggio delle azioni del manager, e garantire che agiscano per massimizzare il valore dell'azienda<sup>174</sup>.

Come fatto per il caso discusso in precedenza, si può osservare che nei paesi basati sulle banche, l'esistenza di grandi azionisti e quindi una proprietà concentrata può contribuire in modo significativo a ridurre le politiche di leva zero adottate dai manager radicati.

Mentre nei paesi basati sul mercato, questo effetto potrebbe non essere osservato. Poiché i manager sono già fortemente controllati, la presenza di grandi azionisti nei paesi basati sul mercato può persino contribuire a un uso maggiore di politiche di leva finanziaria zero come mezzo per migliorare la flessibilità finanziaria dell'azienda.<sup>175</sup>

Riassumendo, si può osservare che dalla letteratura inerente a questo tema emerge che la presenza di consigli di amministrazione piccoli e poco indipendenti accentua il ricorso di una politica zero-leverage.

---

<sup>173</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 73

<sup>174</sup>Miravittles, P., Mora, T. and Achcaoucaou, F. (2018), "Corporate financial structure and firm's decision to export", *Management Decision*, Vol. 56 No. 7, pp. 1526-1540.

Citato da:

Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 73

<sup>175</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 74



Tale propensione secondo altri autori, come osservato può aumentare ancora di più se un'azienda con CDA debole opera in un mercato basato sulle banche a causa delle poche informazioni a disposizione sulle imprese, che impedirebbero il monitoraggio effettuato da eventuali investitori.

Inoltre, una maggiore concentrazione della struttura proprietaria in sistemi basati sul mercato porta ad un uso maggiore di *zero-leverage policy*, con lo scopo da parte dell'azienda di raggiungere elevati livelli di flessibilità finanziaria piuttosto che per proteggersi dal radicamento manageriale.

Peraltro, secondo altri autori l'effetto dei sistemi finanziari sulla politica di debito zero sarebbe diverso e di questo si darà conto nel successivo paragrafo.

Inerente a tale tema, per concludere il paragrafo relativo all'impatto della struttura proprietaria sul perseguire una politica *zero-leverage* si vogliono anche discutere le implicazioni delle imprese a conduzione familiare<sup>176</sup>.

Nell'ultimo paragrafo del primo capitolo si era discusso come tali imprese, ricorrono ad alti livelli di indebitamento per il loro orientamento socio-emotivo e la necessità di preservare l'azienda familiare per le generazioni future mantenendo il controllo e l'influenza della famiglia<sup>177</sup>.

---

<sup>176</sup> Per cui in un contesto dove i manager, proprietà ecc. sono membri della famiglia. Vedi paragrafo 1.5

<sup>177</sup> Domenichelli Oscar, (2019), Zero-Leverage Policy: Is the Family Nature of Private Firms Relevant? In International journal of economics and finance, p. 29

In più in ragione del fatto che siano trascurabili per la natura delle imprese familiari i conflitti di agenzia tra manager e azionisti<sup>178</sup>, difficilmente sarà riscontrabile una politica *zero-leverage* derivante dal trinceramento manageriale.

Nonostante questa serie di ragioni che discostano tali imprese da uno scarso indebitamento, è riscontrabile che alcune di esse perseguono una politica zero-leverage al fine di raggiungere elevati livelli di flessibilità finanziaria.

Infatti, viene evidenziato che le aziende familiari utilizzano considerevoli riserve di liquidità per evitare l'indebitamento e mantenere la possibilità di ricorrere al finanziamento con debito in futuro, se necessario<sup>179</sup>.

Quindi una politica prudente del debito delle imprese familiari si spiega con la necessità di essere finanziariamente flessibili ed esercitare il controllo sulle operazioni dell'impresa<sup>180</sup>.

Quindi anche la proprietà familiare può avere un effetto positivo e significativo sulla probabilità di essere ZL<sup>181</sup>.

---

<sup>178</sup>Domenichelli Oscar, (2019), Zero-Leverage Policy: Is the Family Nature of Private Firms Relevant? In International journal of economics and finance, p. 29

<sup>179</sup>Domenichelli Oscar, (2019), Zero-Leverage Policy: Is the Family Nature of Private Firms Relevant? In International journal of economics and finance, pp.28-39

<sup>180</sup>Fardnia, P., Kooli, M. and Kumar, S. (2023), "The zero-leverage policy and family firms", in Managerial Finance, <https://doi-org.ezproxy.cad.univpm.it/10.1108/MF-09-2022-0439>, p.2

<sup>181</sup>Fardnia, P., Kooli, M. and Kumar, S. (2023), "The zero-leverage policy and family firms", in Managerial Finance, <https://doi-org.ezproxy.cad.univpm.it/10.1108/MF-09-2022-0439>, p. 2

## **2.4 L'INFLUENZA DELLE CONDIZIONI MACROECONOMICHE E DELLE CARATTERISTICHE DEI SISTEMI FINANZIARI DEI PAESI SUL GRADO DI INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE**

Questo paragrafo, nasce al fine di inquadrare il fenomeno *Zero-leverage* sotto il profilo delle condizioni macroeconomiche e le caratteristiche dei sistemi finanziari che ospitano tali imprese, e capire come la struttura finanziaria delle imprese sia influenzata da questi elementi.

In primo luogo si vuole partire dalle condizioni macroeconomiche, facendo riferimento alle variabili e alle condizioni che influenzano l'economia di un intero paese o di una regione, piuttosto che a livello individuale o settoriale. Le condizioni macroeconomiche sono ampie e complesse, ma solitamente comprendono indicatori come il PIL (Prodotto Interno Lordo), l'inflazione, la disoccupazione, la produzione industriale, il tasso di interesse, il tasso di cambio e il bilancio di bilancia dei pagamenti.

Quello che si può osservare, nell'ottica della tesi è che le condizioni macroeconomiche avverse guidano il fenomeno *zero-leverage*<sup>182</sup>.

---

<sup>182</sup> Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), International Review of Financial Analysis, Volume 30, Pp.189

Per cui si mostra che in una economia in fase di recessione rappresentata da un tasso di crescita del PIL basso o negativo, la probabilità di un'impresa di adottare una politica a basso indebitamento aumenta in maniera importante.<sup>183</sup>

Parte della letteratura suggerisce per le imprese una riduzione della leva nei casi di espansione, visto il mercato azionario più favorevole e considerando la minore volatilità degli *asset*<sup>184</sup>. Nonostante ciò, è stato osservato come nei periodi di recessione un'azienda utilizzi poco debito a causa dell'instabilità delle condizioni economiche che rendono quindi restia un'impresa ad assumere tanto debito con l'obiettivo di preservare la sua integrità economica e mantenere alta la sua possibilità di sopravvivenza.

A tal proposito, è stato osservato come sia probabile che le imprese utilizzino il debito in modo conservativo in un rallentamento economico o in una recessione.

In altre parole, il tasso di crescita del PIL dovrebbe avere l'effetto di un aumento delle decisioni di *zero-leverage* delle imprese<sup>185</sup>.

---

<sup>183</sup> Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 70

<sup>184</sup> Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), *International Review of Financial Analysis*, Volume 30, P. 194

Citando:

R.A. Korajczyk, D. Lucas, R.L. McDonald, (1990), Understanding stock price behavior around the time of equity issues, *Asymmetric information, corporate finance and investment*, NBER and University of Chicago Press, Chicago , pp. 257-278

E

H. Choe, R. Masulis, V. Nanda, (1993), Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence in *Journal of Empirical Finance*, 1 (1), pp. 3-31

<sup>185</sup> Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), *International Review of Financial Analysis*, Volume 30, P. 202

Inoltre è probabile che le imprese preferiscano il finanziamento azionario rispetto al debito quando la struttura a termine dei tassi di interesse peggiora a causa di condizioni economiche avverse, determinando così un aumento del costo del debito, in particolare quello a lungo termine<sup>186</sup>.

Gli effetti sulle condizioni macroeconomiche rispetto al perseguire una politica *Zero-leverage* saranno molto più elevati per le imprese finanziariamente vincolate poiché esse faranno fatica in caso di shock economici ad accedere al debito molto più delle imprese non vincolate.

Per quanto riguarda invece le caratteristiche del sistema finanziario, esso incide in maniera più o meno diretta sulla politica *zero-leverage*, poiché le ricerche suggeriscono che le decisioni riguardanti la struttura finanziaria sono influenzate non solo da fattori specifici delle imprese, ma anche dalle caratteristiche specifiche del loro paese<sup>187</sup>.

Importante, quando si parla delle caratteristiche dei sistemi finanziari è distinguere le differenze tra un'economia basata o meno sul settore bancario.

Partendo dalle economie basate sulle banche, si ha che, negli ultimi decenni, il settore bancario ha mostrato un forte sviluppo, presentando una crescita molto

---

<sup>186</sup>Viet Anh Dang, An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK (2013), *International Review of Financial Analysis*, Volume 30, P. 199

<sup>187</sup> Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 68

forte soprattutto in Europa<sup>188</sup>. Una così alta preponderanza del sistema finanziario basato sulle banche si riflette nella grande dipendenza delle imprese europee dai finanziamenti delle banche<sup>189</sup>.

In effetti, le imprese non finanziarie europee dipendono maggiormente dai prestiti bancari come prima fonte di finanziamento esterno rispetto alle imprese negli Stati Uniti e in Giappone o in UK, paesi che dunque hanno un'economia più basata sul mercato.

Tali paesi sono caratterizzati da un mercato azionario generalmente ben funzionante, con dimensioni e liquidità maggiori che è più attraente per gli investitori esterni rispetto ai sistemi finanziari basati sulle banche<sup>190</sup>.

Inoltre, i paesi basati sul mercato dispongono generalmente di una maggiore protezione degli interessi degli azionisti di minoranza, oltre ciò sarà più elevato il numero di investitori esterni che operano nel mercato e che sono disposti a

---

<sup>188</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 70

Citando:

Langfield, S. and Pagano, M. (2016), "Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth", *Economic Policy*, Vol. 31 No. 85, pp. 51-106.

<sup>189</sup>Fernández-Méndez, C., & González, V. M. (2019). Bank Ownership, Lending Relationships and Capital Structure: Evidence from Spain. *BRQ Business Research Quarterly*, 22(2), 137–154.

<sup>190</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 71

Citando:

Drobetz, W., Schilling, D.C. and Schröder, H. (2015), "Heterogeneity in the speed of capital structure adjustment across countries and over the business cycle", in *European Financial Management*, Vol. 21 No. 5, pp. 936-973.

investire. Pertanto, nei paesi basati sul mercato, la struttura proprietaria delle imprese tende ad essere dispersa su un gran numero di piccoli azionisti.

Cosa opposta nei paesi basati sulle banche dove essendoci meno diffusione di possibili investitori ciò si traduce in una struttura proprietaria dell'impresa più concentrata in pochi azionisti che possiedono partecipazioni di grandi dimensioni<sup>191</sup>.

Alla luce di quanto detto finora, si ha che per effetto dei sistemi finanziari dei paesi è possibile assistere ad un'espansione o riduzione di imprese a leva zero.

Quello che emerge nei paesi basati sul mercato è che essendo caratterizzati da mercati di capitali attraenti sia per le imprese che per gli investitori, con molte fonti di finanziamento disponibili, una proprietà azionaria piccola e frammentata, ci sarà una maggior diffusione di politiche a leva zero<sup>192</sup>.

Nei paesi basati sul mercato, è particolarmente diffuso il fenomeno a leva zero anche per l'ipotesi della flessibilità finanziaria<sup>193</sup>, quindi le imprese che operano in questi mercati, non essendo finanziariamente vincolate ed avendo a

---

<sup>191</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 71

Citando:

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (2002), "Investor protection and corporate valuation", in *The Journal of Finance*, Vol. 57 No. 3, pp. 1147-1170.

<sup>192</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 68

<sup>193</sup>Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 73-74

disposizioni molte fonti di finanziamento diverse, scelgono deliberatamente di non ricorrere all'indebitamento.

Al contrario, nei paesi basati sulle banche, dove i mercati dei capitali sono meno attraenti e le strutture di governance nazionali sono deboli, si osserverà una propensione all'azzeramento della leva finanziaria meno diffusa<sup>194</sup>.

In effetti, essendo la politica finanziaria a leva zero figlia almeno in alcuni casi del radicamento manageriale, nei paesi basati sulle banche, vista l'elevato grado di monitoraggio effettuato dalle banche e dai gradi azionisti presenti, tale propensione sarà minore, per cui ci sarà una riduzione delle politiche *zero-leverage*.

Alla luce di quanto detto si avrà che le imprese più redditizie, con livelli più elevati di liquidità interna e con buone prospettive future, hanno maggiori possibilità di essere esenti da debiti nei sistemi di mercato che nei sistemi bancari, dove, invece di costruire flessibilità finanziaria, le imprese spesso devono usare la loro profitti operativi e liquidità per rispettare i piani di rimborso del debito.

In conclusione sia i sistemi macroeconomici che le strutture di governance dei paesi impattano sulla propensione a detenere una politica zero-leverage. In particolare, fasi di recessione economica, e paesi con un sistema finanziario basato

---

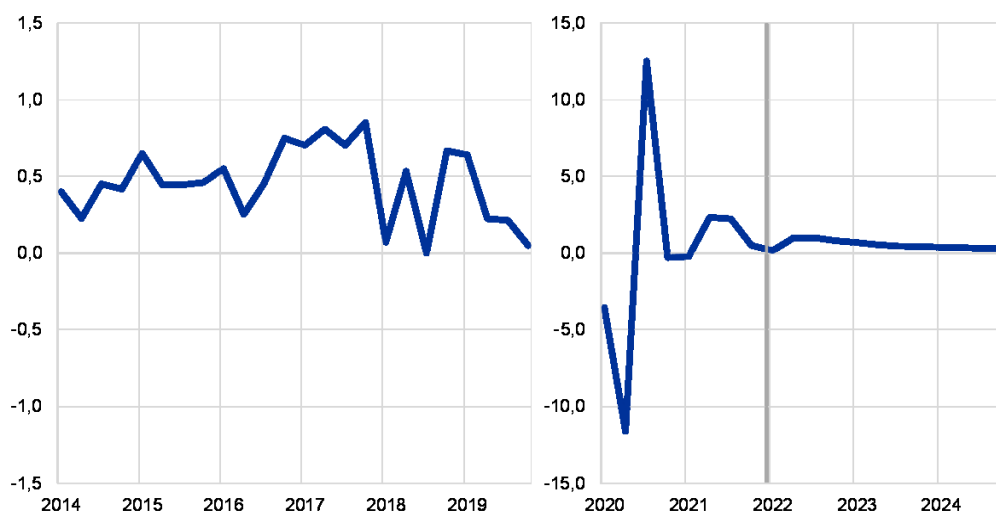
<sup>194</sup> Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 72



sul mercato favoriscono la presenza di imprese con una struttura finanziaria priva di debito.

Negli ultimi anni, la crisi legata al covid-19 ed ora la crisi legata al conflitto Russo-Ucraino hanno impattato fortemente sull'economia oltre che sulla vita di tutti i giorni e ciò può avere sicuramente contribuito in maniera positiva o negativa in termini di presenza del fenomeno *zero-leverage*.

**Crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro**



Fonte: sito della BCE

[:https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203\\_ecbstaff~44f998dfd7.it.ht](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203_ecbstaff~44f998dfd7.it.html)

ml

Quello che è possibile osservare dalla figura 2.2 è che appunto a causa della crisi dovuta al covid-19 e dai *lockdown* che ne sono scaturiti vi è stata una grossa

diminuzione del PIL mondiale, per poi risalire grazie agli aiuti forniti alle nazioni dalle varie istituzioni a livello mondiale.<sup>195</sup>

In particolare, le ricadute economiche dovute all'emergenza sanitaria sono dovute a:

- La contrazione imprevista dell'offerta (shock negativo dell'offerta), la quale è un effetto diretto del *lockdown*, dovuta all'interruzione delle filiere produttive ritenute non essenziali. Inoltre, l'interruzione della produzione in un comparto e in una determinata area geografica possono estendersi ad altri comparti e ad altre aree geografiche, a seconda del livello di integrazione verticale delle attività e delle connessioni geografiche, amplificando così lo shock iniziale.<sup>196</sup>
- Lo shock dal lato della domanda dovuto al calo dei consumi, a sua volta causato dalle misure restrittive alla mobilità individuale; al cosiddetto effetto reddito, in quanto molti lavoratori hanno subito una riduzione della retribuzione o il licenziamento dal posto di lavoro.<sup>197</sup>
- L'effetto ricchezza, dovuto alla perdita di valore delle attività finanziarie possedute dagli individui a causa dell'andamento negativo tenuto dai mercati mondiali.<sup>198</sup>

---

<sup>195</sup>[https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203\\_ecbstaff-44f998dfd7.it.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203_ecbstaff-44f998dfd7.it.html)

<sup>196</sup><https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>

<sup>197</sup><https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>

<sup>198</sup><https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>

Come riscontrabile dalla figura 2.1, il PIL tra il 2019 e il 2020 è crollato vertiginosamente, per poi risalire nel 2021 grazie agli aiuti forniti dalle istituzioni a famiglie e imprese.

A livello europeo:

- è stata resa disponibile una parte dei fondi di coesione già stanziati nel bilancio dell'Unione attraverso un'iniziativa denominata CRII (*Coronavirus Response Investment Initiative*).<sup>199</sup>
- È stato inoltre attivato il programma SURE (Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency) per attenuare le ripercussioni occupazionali della crisi.<sup>200</sup>
- La Banca europea degli investimenti (BEI) ha proposto, inoltre, l'istituzione di un fondo paneuropeo di garanzia per le piccole e medie imprese.<sup>201</sup>
- La Banca Centrale Europea (BCE) e l'Autorità europea di vigilanza delle banche (EBA) hanno varato misure fortemente espansive per sostenere la liquidità del sistema bancario e consentire agli istituti di credito di continuare a finanziare adeguatamente le attività produttive e le famiglie.<sup>202</sup>

A livello nazionale:

---

<sup>199</sup><https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-misure-sostegno>

<sup>200</sup><https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-misure-sostegno>

<sup>201</sup><https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-misure-sostegno>

<sup>202</sup><https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-misure-sostegno>

- Sono stati varati interventi volti a sostenere la liquidità delle imprese e i redditi delle famiglie e ad assicurare l'accesso al credito, quali ad esempio il rilascio di garanzie pubbliche sui prestiti alle imprese e l'assegnazione di sussidi alle famiglie in difficoltà.<sup>203</sup>
- Sono stati inoltre differiti gli adempimenti fiscali a favore di diverse categorie di soggetti privati ed erogate moratorie creditizie.
- Il PNRR ovvero il piano nazionale di ripresa e resilienza è il programma con cui il governo italiano gestisce i fondi del Next generation Eu, strumento di rilancio lanciato dall'Unione europea dopo il Covid. Attraverso il PNRR si stimano infatti 191,5 miliardi di euro di fondi messi a disposizione dallo stato con l'obiettivo di porre le basi per uno sviluppo duraturo e sostenibile dell'economia, garantendo la rapidità di esecuzione dei progetti attraverso una semplificazione degli strumenti in modo da favorire un aumento della produttività<sup>204</sup>.

La successiva diminuzione tra il 2021 e il 2022 è dovuta all'inasprirsi del conflitto Russo-Ucraino: tale guerra, oltre ad aver causato migliaia di morti ha avuto come conseguenza gravi danni al tessuto economico mondiale.

Le conseguenze della guerra non si fanno sentire solamente in Russia, ma si avvertono fortemente anche in Europa, ove si registra un aumento dei prezzi delle

---

<sup>203</sup> <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-misure-sostegno>

<sup>204</sup> <https://www.mimit.gov.it/it/pnrr/piano>

materie prime, oltre che una difficoltà per i paesi UE nel reperire le fonti energetiche prima assicurate dalla Russia.<sup>205</sup>

Per usare le parole degli economisti, la guerra in Ucraina è il terzo shock asimmetrico che l'Unione ha vissuto negli ultimi vent'anni, dopo la crisi economico-finanziaria del 2008, la successiva crisi della zona euro e dopo la pandemia di COVID-19.<sup>206</sup>

Le conseguenze della guerra in Ucraina sono state al centro della riunione informale dei leader dell'UE a Versailles, ove i capi di Stato si sono posti l'obiettivo di eliminare la dipendenza dei nostri paesi alle importazioni di gas, petrolio e carbone dalla Russia.

Questa guerra ha avuto ripercussioni rilevanti anche sui paesi emergenti e in via di sviluppo importatori di energia, i quali hanno risentito ben più degli Europei dell'aumento del prezzo dei combustibili fossili<sup>207</sup>.

Oltre che a livello energetico, anche l'impatto sul mercato dei cereali è stato notevole: questo perché Russia ed Ucraina ne erano i principali esportatori prima della guerra. Per questo motivo anche il costo dei prodotti agricoli di base è aumentato, creando maggiori sofferenze e instabilità politiche.

---

<sup>205</sup>[https://www.eeas.europa.eu/eeas/la-guerra-ucraina-e-le-sue-ripercussioni-sullue\\_it#:~:text=La%20guerra%20mossa%20da%20Vladimir,MasterCard%20hanno%20lasciato%20il%20paese.](https://www.eeas.europa.eu/eeas/la-guerra-ucraina-e-le-sue-ripercussioni-sullue_it#:~:text=La%20guerra%20mossa%20da%20Vladimir,MasterCard%20hanno%20lasciato%20il%20paese.)

<sup>206</sup>[https://www.eeas.europa.eu/eeas/la-guerra-ucraina-e-le-sue-ripercussioni-sullue\\_it#:~:text=La%20guerra%20mossa%20da%20Vladimir,MasterCard%20hanno%20lasciato%20il%20paese.](https://www.eeas.europa.eu/eeas/la-guerra-ucraina-e-le-sue-ripercussioni-sullue_it#:~:text=La%20guerra%20mossa%20da%20Vladimir,MasterCard%20hanno%20lasciato%20il%20paese.)

<sup>207</sup>[https://www.eeas.europa.eu/eeas/la-guerra-ucraina-e-le-sue-ripercussioni-sullue\\_it#:~:text=La%20guerra%20mossa%20da%20Vladimir,MasterCard%20hanno%20lasciato%20il%20paese.](https://www.eeas.europa.eu/eeas/la-guerra-ucraina-e-le-sue-ripercussioni-sullue_it#:~:text=La%20guerra%20mossa%20da%20Vladimir,MasterCard%20hanno%20lasciato%20il%20paese.)

Una così netta diminuzione del PIL e la presenza di condizioni macroeconomiche avverse, alla luce di quanto riportato precedentemente in relazione al fenomeno delle imprese prive di debito, dovrebbe avere un impatto positivo sulla propensione alla *zero-leverage policy* e, almeno durante le fasi di recessione<sup>208</sup>.

Questo perché tali imprese punteranno a preservare la flessibilità finanziaria così da indebitarsi, abbandonando la zero leverage policy, per finanziare progetti con VAN positivo nelle fasi di futura espansione economica.

Tale strategia è attuabile soprattutto per le imprese più redditizie e consolidate sul mercato, poiché molte aziende, soprattutto durante il *lockdown*, avranno dovuto indebitarsi per riuscire a far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie qualora gli aiuti forniti dalle istituzioni non fossero stati sufficienti.

In più è stato osservato anche per la crisi del 2009 come sia probabile che le imprese utilizzino consapevolmente il debito in modo conservativo in un rallentamento economico o in una recessione, come sarebbe indicato da un tasso di crescita del PIL basso o negativo e come ciò potrebbe essere coerente con l'andamento dei mercati a seguito crisi citate<sup>209</sup>.

---

<sup>208</sup> Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 70

<sup>209</sup> Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, p. 70

## **Conclusioni**

La tesi è nata con l'obiettivo di comprendere, attraverso un'analisi delle principali teorie sulla struttura finanziaria, i benefici legati all'indebitamento e, al contempo, osservando il fenomeno zero-leverage, le motivazioni per le quali alcune imprese fanno la scelta di non avere debito nella propria struttura finanziaria. A tal proposito, è stato osservato che, secondo i tradizionalisti, esiste una struttura finanziaria ottimale nel punto in cui si minimizza il rendimento richiesto sul capitale aziendale.

Nel 1963 Modigliani-Miller rivisitando la loro prima proposizione del 1958, secondo cui il valore di mercato dell'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria, inserendo l'imposizione fiscale, arrivano alla conclusione che il valore dell'impresa è dato dal suo valore quando essa è priva di debito a cui si aggiunge il valore attuale del risparmio fiscale derivante dal debito.

Tali benefici fiscali del debito inducono a pensare che un'impresa si debba indebitare all'infinito per massimizzarli; tuttavia, nell'ambito della teoria del trade-off è stato osservato che inserendo la possibilità di fallimento ed i costi dei conflitti di agenzia il quadro cambia.

Infatti, la teoria del trade-off identifica la struttura finanziaria ottimale nel punto in cui il grado di indebitamento sia ad un livello tale da contemperare i vantaggi

fiscali del debito, i costi del dissesto ed i costi di agenzia, così da massimizzare il valore dell'impresa.

Successivamente sono stati descritti gli studi basati sulle asimmetrie informative, che fanno sì che le decisioni legate alla struttura finanziaria delle imprese seguano un ordine gerarchico delle fonti di finanziamento.

Da questa serie di teorie osservate è stato denotato che l'acquisizione di debito permette all'impresa di massimizzare il proprio valore.

Ciò avviene in quanto essa con opportuni livelli di debito: riesce ad accaparrarsi dei benefici del risparmio fiscale del debito, riduce attraverso elevati livelli di leverage i conflitti di agenzia del capitale proprio, evita problemi di sotto-investimento ed infine il debito può essere usato per mantenere il controllo del business nell'ambito di imprese familiari che non intendono frammentare la proprietà. Allo stesso tempo, con moderati livelli di debito, l'impresa tiene sotto controllo il rischio di fallimento e gli effetti negativi dello debito sui conflitti di agenzia tra azionisti e creditori e azionisti di maggioranze minoranza.

Nonostante ciò, nella seconda parte del lavoro è stato osservato che ci sono aziende che decidono per vari ordini di ragioni di non sfruttare i vantaggi del debito per perseguire una politica con livelli di leverage prossimi allo zero.

Attraverso un'analisi della letteratura esistente sul tema è osservabile come tali imprese possano essere volontariamente o meno zero-leverage.



Tale volontà, è stato osservato, dipende spesso dalla presenza o meno di vincoli finanziari, poiché un'impresa finanziariamente vincolata si trova obbligata ad una zero-leverage policy, in quanto essendo nella maggior parte dei casi piccole o imprese giovani, generalmente meno conosciute sul mercato, saranno percepite come più rischiose da eventuali finanziatori.

Quindi esse essendo finanziariamente vincolate adotteranno una politica zero-leverage per necessità, affidandosi quasi interamente al finanziamento azionario,.

Nel caso opposto invece abbiamo aziende più grandi e consolidate sul mercato che decidono volontariamente di non avere debito per raggiungere obiettivi di flessibilità finanziaria, per andare in futuro ad indebitarsi per massimizzare i vantaggi derivanti da investimenti con VAN positivo.

Un'altra casistica riscontrata è quella del trinceramento manageriale, la quale deriva dal fatto che meccanismi di governance più deboli dando più potere e controllo ai manager aumentano la loro propensione ad adottare misure di conservazione del debito e quindi di minimizzazione dello stesso, per proteggere i propri benefici privati, esponendosi quindi il meno possibile al rischio specifico legato alla loro posizione.

Inoltre, è stato anche riconosciuto come nei meccanismi di governo societario più deboli (ad es. consigli di amministrazione più piccoli e meno indipendenti) si trova un campo fertile in cui i manager radicati possono operare, con la conseguenza di aumentare la propensione all'effetto leva zero.

Successivamente si è passato all'analisi di come l'andamento delle condizioni macroeconomiche e del PIL concorrano nel favorire le condizioni per lo sviluppo di una politica zero-leverage.

È stato osservato che in una economia in fase di recessione rappresentata da un tasso di crescita del PIL basso o negativo, la probabilità di un'impresa di adottare una politica a basso indebitamento aumenta in maniera importante.

Per cui, nei periodi di recessione, un'azienda utilizza poco debito a causa dell'instabilità delle condizioni economiche che rendono quindi restia un'impresa ad assumere tanto debito con l'obiettivo di preservare la sua integrità economica e mantenere alta la sua possibilità di sopravvivenza e quindi di rincorrere poi, attraverso il finanziamento con debito, una successiva fase di crescita.

Per concludere, si è analizzato che per effetto dei sistemi finanziari dei paesi è possibile assistere ad un'espansione o riduzione di imprese a leva zero.

Quello che emerge nei paesi basati sul mercato è che essendo caratterizzati da mercati di capitali attraenti sia per le imprese che per gli investitori, con molte fonti di finanziamento disponibili, una proprietà azionaria piccola e frammentata, in cui le strutture di governance nazionali sono forti, ci sarà una maggior diffusione di politiche a leva zero.

## *Bibliografia*

Berk J. E Demarzo P. (2008a), Finanza aziendale 1, Pearson Paravia Bruno Mondadori S.P.A. Milano

Brealey R.A., Myers S.C., Allen F. e Sandri S. (2011), Principi di finanza aziendale, VI edizione, McGraw-Hill, Milano

Bae,Chang Suk, and HaeJinChung, (2022), "Zero-Leverage Puzzle Revisited: Evidence from Acquisition Behaviors, in International Journal of Financial Studies, pp. 1-27

Bui Thanh Khoa e Duy Tung Thai (2021),Capital structure and trade-off theory: evidence from Vietnam,in Journal of Asian finance, economics and business, Vol. 8, pp. 45-52

Byoun, S. and Xu, Z. (2013), "Why do some firms go debt free?", Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Vol. 42 No. 1, pp. 1-38

H. Choe, R. Masulis, V. Nanda, (1993), Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence in *Journal of Empirical Finance*, 1 (1), pp. 3-31

Chrisman J.J. Chua J.H. e Litz R. (2004), Comparing the agency cost of family and not-family firms: Capital issues and exploratory evidence, in *Entrepreneurship theory and practice*, summer, pp. 335-354

Damodaran A. e Roggi O. (2011), *Finanza aziendale e applicazioni per il management*, III edizione, Apogeo s.r.l., Milano.

Devos, E., Dhillon, V., Jagannathan, M. and Krishnamurthy, S. (2012), “Why are firms unlevered?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18 No. 3, pp. 664-682.

Domenichelli O. (2013). *Le determinanti della struttura finanziaria delle imprese*; G. Giappichelli editore; Torino

Domenichelli Oscar, (2019), Zero-Leverage Policy: Is the Family Nature of Private Firms Relevant? In *International journal of economics and finance*, pp.28-39

Drobetz, W., Schilling, D.C. and Schröder, H. (2015), "Heterogeneity in the speed of capital structure adjustment across countries and over the business cycle", in *European Financial Management*, Vol. 21 No. 5, pp. 936-973.

Fardnia, P., Kooli, M. and Kumar, S. (2023), "The zero-leverage policy and family firms", in *Managerial Finance*, <https://doi-org.ezproxy.cad.univpm.it/10.1108/MF-09-2022-0439>.

Feito-Ruiz, e Menéndez-Requejo, S. (2022). Debt maturity in family firms: heterogeneity across countries, in *Journal of International financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 81, pp. 101-681

Feraro, Joaquim, Curto, Jose Dias, Gama, Ana Paula, (2016), Low-leverage policy dynamics: an empirical analysis, in *Review of accounting & finance*, , Vol. 15(4), pp.463 – 483

Fernández-Méndez, C., & González, V. M. (2019). Bank Ownership, Lending Relationships and Capital Structure: Evidence from Spain. *BRQ Business Research Quarterly*, 22(2), 137–154.

Ferreira, D., Ferreira, M.A. and Raposo, C.C. (2011), “Board structure and price informativeness”, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 99 No. 3, pp. 523-545.

FlávioMorais, Zélia Serrasqueiro, Joaquim J.S. Ramalho, (2022), Capital structure speed of adjustment heterogeneity across zero leverage and leveraged European firms, in *Research in International Business and Finance*, Volume 62,.

Ghose, Biswajit, Kabra, Kailash Chandra, (2016), What determines firms? Zero-leverage policy in India?, in *Managerial finance*, Vol. 42, Issue 12, pp.1138 – 1158

Hadlock C. J., Pierce J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index, in *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1909–1940.

Jensen, M.C. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, in *American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, pp. 323-329.

Jansen M.C. e Meckling W.H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in *Journal of financial management*, 3(4), pp. 305-360

Kamal Haddad, Babak Lotfaliei (2019), Trade-off theory and zero leverage, in Finance Research Letters, Volume 31, Pp. 165-170

Karaivanov A. Saurina J. e Townsend R. M. (2019), Family firms, bank relationship, and financial constraints a comprehensive score card, in International Economic Review, Vol 60 (2), pp. 59-547

Khoo, Joye e Durand, Robert B. (2017), Japanese corporate leverage during the Lost Decades, in Pacific-Basin Finance Journal, Elsevier, vol. 46(PA), pp. 94-108

R.A. Korajczyk, D. Lucas, R.L. McDonald, (1990), Understanding stock price behavior around the time of equity issues, Asymmetric information, corporate finance and investment, NBER and University of Chicago Press, Chicago, pp. 257-278

Langfield, S. and Pagano, M. (2016), “Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth”, Economic Policy, Vol. 31 No. 85, pp. 51-106.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (2002), "Investor protection and corporate valuation", in *The Journal of Finance*, Vol. 57 No. 3, pp. 1147-1170.

Leary, M. and Roberts, M. (2010), "The pecking order, debt capacity, and information asymmetry", *Journal of Financial Economics*, Vol. 95 No. 3, pp. 332-355.

Martins, H., Schiehl, E. and Terra, P. (2017), "Country-level governance quality, ownership concentration, and debt maturity: a comparative study of Brazil and Chile", in *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 25 No. 4, pp. 236-254.

Michaelas N. Chittenden F. e Poutziouris P (1999), Financial Policy and capital structure choice in UK SME: Empirical evidence from company panel data, *Small business Economic*, 12, pp. 113-130

Michael S. Long & Ileen B. Malitz, (1985). "Investment Patterns and Financial Leverage," NBER Chapters, in *Corporate Capital Structures in the United States*, pp. 325-352



Miglo, Anton, (2020), Zero-Debt Policy under Asymmetric Information, Flexibility and Free Cash Flow Considerations, in *Journal of Risk and Financial Management*, pp. 296-321

Miravittles, P., Mora, T. and Achcaoucaou, F. (2018), "Corporate financial structure and firm's decision to export", *Management Decision*, Vol. 56 No. 7, pp. 1526-1540.

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

Modigliani F. e Miller M.H., 1963, Corporate Income Taxes and the cost of capital: a Correction, in *American Economic Review*, 53(3), p.443-453

Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2020), the zero-leverage phenomenon: A bivariate probit whit partial observability approach, in *research international business and finance*, 53, p. 5

Morais, F., Serrasqueiro, Z. and Ramalho, J.J.S. (2022), "The heterogeneous effect of governance mechanisms on zero-leverage phenomenon across financial systems", in *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 1, pp. 67-88

Murray Z.F. e Goyal V.K. (2007), Trade-off and Pecking order theories of debt, in Center of corporate governance – Tuck school of business at Dartmouth, Working Paper, pp. 1-86

Myers S.C, (1977), Determinants of corporate borrowing, in journal of financial economics, (5), pp. 147-175

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

Myers S.C. Majluf N.S, (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors don't have, in journal of financial economics, 15(2), spring, pp. 187-221

Paolo Saona, Eleuterio Vallelado, Pablo San Martín (2020), Debt, or not debt, that is the question: A Shakespearean question to a corporate decision, Journal of Business Research, Volume 115, Pages 378-392.

Pedram, F., Maher, k., &Sonal, K. (2023). The zero-leverage policy and family firms. In Managerial Finance

Rotili, M., &Gaizo, A. (2017), Le nuove norme in materia di Remuneration Policies, tra costi di agenzia ed esigenza di contenimento del rischio. In Worker's buyout corporate governance e sistemi di controllo, Roma: Romatre-Press, p. 44-54

Saona , P. , Vallelado , E. e Martín , P. (2020), “Debt, or not debt, that is the question: a Shakespearean question to a corporate decision”, Journal of Business Research, vol. 115,pp.378-392.

Sanchez-Vidal J. E Martin-Ugedo J.F. (2005), Financing preference of spanish firms: evidence on the pecking order theory, in Rewiew of Quantative finance and accounting, 25, pp. 341-355

Strebulaev, I.A. and Yang, B. (2013), “The mystery of zero-leverage firms”, Journal of Financial Economics, Vol. 109 No. 1, pp. 1-23.

Swanson Z. Srinidhi B. e Seetharaman A. (2003), *The Capital Structure Paradigm. Evolution of Debt/equity choices*, Praeger, Westport-Connecticut, London

Swanpitak, T., Pan, X. and Suardi, S. (2020), "Family control and cost of debt: evidence from Thailand", in *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 62, pp. 101-376

Viet Anh Dang, *An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK* (2013), *International Review of Financial Analysis*, Volume 30, Pp.189-202

Volpin P. F. (2002), "Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy", in *Journal of Financial Economics*, 64, pp. 61-90.

Weir, C., Laing, D. and Mcknight, P.J. (2002), "Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies", in *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 2 No. 5, pp. 579-611.

Wielsma, A.J. and Brunninge, O. (2019), ““Who am I? Who are we?” Understanding the impact of family business identity on the development of individual and family identity in business families”, in *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 10 No. 1, pp. 38-48.

Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Rebekka Haller, Iwan Meier (2013), The international zero-leverage phenomenon, in *Journal of Corporate Finance*, Volume 23, Pp.196-221

Zellweger, T.M., Nason, R.S., Nordqvist, M. and Brush, C.G. (2013), “Why do family firms strive for non financial goals? An organizational identity perspective”, in *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 37 No. 2, pp. 229-248.

Zaid, M., Wang, M., Abuhijleh, S., Issa, A., Saleh, M. and Ali, F. (2020), “Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity”, *Corporate Governance: in The International Journal of Business in Society*, Vol. 20 No. 5, pp. 939-964.

Zhang, Sijia, Gregoriou, Andros, (2019), Initial bank loans, zero-leverage firms and stock market liquidity: New empirical evidence from the UK, in Journal of economic studies, Vol. 46 (5), pp.1028 – 1051

Figura 2.2

[https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203\\_ecbstaff~44f998dfd7.it.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203_ecbstaff~44f998dfd7.it.html)

[https://www.eeas.europa.eu/eeas/la-guerra-ucraina-e-le-sue-ripercussioni-sullue\\_it#:~:text=La%20guerra%20mossa%20da%20Vladimir,MasterCard%20hanno%20lasciato%20il%20paese.](https://www.eeas.europa.eu/eeas/la-guerra-ucraina-e-le-sue-ripercussioni-sullue_it#:~:text=La%20guerra%20mossa%20da%20Vladimir,MasterCard%20hanno%20lasciato%20il%20paese.)

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-misure-sostegno>

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>