

UNIVERSITÀ DI PISA

Dipartimento di Economia e Management

Dottorato di Ricerca in Economia Aziendale e Management

XXXI ciclo



**Crescita e decisioni di finanziamento nelle imprese
familiari italiane**

Tesi presentata da: Enrico Maria Bocchino

Tutor: Chiar.mo Prof. Luca Anselmi

Co-tutor: Chiar.ma Prof.ssa Elena Bruno

AA.AA. 2015/2016 – 2016/2017 – 2017/2018

SSD: SECS-P/07

*Ai miei fratelli,
che nulla possa mai dividerci.*

Indice

Introduzione	6
1. Delimitazione dell’oggetto dell’analisi e aspetti definatori del fenomeno della “impresa familiare”	9
1.1 L’ “impresa familiare”: un coacervo di definizioni	9
1.1.1 <i>Un dibattito sempre attuale: il binomio “impresa familiare”</i>	<i>9</i>
1.1.2 <i>Le principali definizioni di “impresa familiare”</i>	<i>18</i>
1.2 Le “misure” dell’impresa familiare	21
1.3 I principali approcci teorici negli studi sulle imprese familiari.....	28
1.3.1 <i>La teoria dell’agenzia.....</i>	<i>30</i>
1.3.2 <i>La Stewardship Theory.....</i>	<i>34</i>
1.3.3 <i>La Resource Based View</i>	<i>36</i>
1.3.4 <i>La Stakeholder Theory.....</i>	<i>39</i>
1.3.5 <i>La Socio-Emotional Wealth Theory.....</i>	<i>42</i>
2. La crescita delle imprese familiari	46
2.1 Considerazioni introduttive	46
2.2 Sulle dimensioni dell’impresa	48
2.2.1 <i>I “parametri” dimensionali dell’azienda</i>	<i>50</i>
2.2.2 <i>La dimensione aziendale per le imprese familiari: alcune evidenze empiriche</i>	<i>58</i>
2.3 La crescita dell’azienda	61
2.3.1 <i>Considerazioni teoriche sulla crescita dell’azienda: la posizione della dottrina economico-aziendale italiana</i>	<i>61</i>
2.3.2 <i>Una sintesi dei contributi internazionali sulla crescita delle aziende..</i>	<i>65</i>
2.3.3 <i>Gli indicatori della crescita.....</i>	<i>70</i>
2.4 La crescita delle imprese familiari	72

2.4.1	<i>I percorsi di crescita dell'impresa familiare</i>	72
2.4.2	<i>L'efficacia interpretativa dei modelli di crescita: un approfondimento sul modello di Greiner</i>	77
2.4.3	<i>Alcuni dati sulla crescita delle imprese familiari italiane</i>	80
3.	La funzione finanza nell'impresa familiare: le scelte di finanziamento	83
3.1	<i>Considerazioni introduttive: l'impresa in funzionamento</i>	83
3.2	<i>Le decisioni finanziarie nell'impresa: le scelte di finanziamento</i>	90
3.2.1	<i>Le principali problematiche e gli aspetti teorici delle scelte di finanziamento</i>	92
3.2.2	<i>(segue): la Trade-off Theory</i>	94
3.2.3	<i>(segue): la Pecking-order Theory</i>	98
3.2.4	<i>(segue): le teorie del trade-off basate sui costi d'agenzia</i>	101
3.3	<i>Le decisioni di finanziamento nelle imprese familiari</i>	103
3.3.1	<i>L'applicabilità delle teorie classiche allo studio delle imprese familiari</i>	103
3.3.2	<i>Nuove tendenze di ricerca in un quadro di riferimento della letteratura</i>	107
3.3.3	<i>Il costo del capitale nell'impresa familiare: un nesso tripolare fra le decisioni di finanziamento, quelle di investimento e la crescita</i>	112
3.3.4	<i>Alcune evidenze empiriche circa le decisioni di finanziamento delle imprese familiari</i>	116
4.	La crescita aziendale e le scelte di finanziamento di un campione di imprese familiari italiane	120
4.1	<i>Considerazioni introduttive</i>	120
4.2	<i>Il quadro di ricerca di riferimento</i>	122
4.2.1	<i>La rilevanza delle decisioni di finanziamento per la crescita dell'impresa</i>	122

4.2.2 Crescita, decisioni di finanziamento e redditività delle imprese familiari: un rapporto complesso	127
4.2.3 Natura familiare e performance dell'impresa	131
4.3 Metodi.....	132
4.3.1 Il campione	133
4.3.2 Il modello econometrico	134
4.3.3 La regressione panel.....	138
4.4 Risultati	140
4.5 Limiti del modello e futuri sviluppi.....	144
5. Conclusioni	147
Bibliografia	149

Introduzione

Solo nell'ultimo ventennio, l'attenzione riservata dai ricercatori alle imprese familiari si è tradotta in una consistente produzione scientifica (Gedajlovic et al. 2012; Debicki et al. 2009), che ne ha definitivamente sancito il rilievo in ambito accademico. Il medesimo interesse si è riflesso sulla nascita e sulla diffusione sia di un numero crescente di riviste accademiche ad elevato impatto scientifico (una su tutte: *Family Business Review*), orientate specificamente all'analisi del fenomeno, sia di numerose organizzazioni, associazioni no-profit, network e centri di ricerca autonomi e accademici.

Più di recente si è registrata un'attenzione concreta nei confronti delle imprese familiari, anche in sede regolamentare: la Commissione Europea, nell'ambito del *Competitiveness and Innovation Framework Programme 2007–2013 (CIP)*, nel 2007, ha lanciato, infatti, il progetto '*Overview of family-business- relevant issues: research, networks, policy measures and recent studies*', volto a tratteggiare le caratteristiche, le esigenze, il contesto istituzionale delle imprese familiari in Europa e le possibili iniziative da attuare a loro favore (Mandl 2009).

Tale interesse trova giustificazione nel ruolo di assoluta egemonia delle imprese familiari nel panorama economico mondiale, in termini anzitutto di numerosità (Colli et al. 2003; *International Family Enterprise Research Academy* 2003), ma anche dei tassi di occupazione e di ricchezza espressi (Astrachan & Shanker 2003). *EY Family Business Yearbook* (2014) stima, ad esempio, che le imprese familiari rappresentino l'85% del totale delle imprese in Europa, il 90% in Nord America, l'85% in America Latina, il 90% in Medio Oriente e l'85% nell'area Asia-Pacifico.

Nonostante il crescente interesse, lo scenario teorico di riferimento si conferma piuttosto frammentato e discontinuo e i confini della ricerca labili, a partire dalla questione definitoria (Payne 2018; Cano-Rubio et al. 2017); ciò riflette l'assenza di un'impostazione univoca. La letteratura specialistica risulta piuttosto allocata in ambiti scientifici anche molto eterogenei fra loro, il cui elemento ricorrente è rappresentato dall'assunto che la famiglia influenzi in maniera singolare lo sviluppo dell'impresa (Sharma et al. 2012; Yu et al. 2012).

In questo contesto, è considerazione diffusa che il tema della crescita delle imprese familiari costituisca un versante di ricerca scarsamente esplorato, ma di primaria importanza, anche rispetto alle tematiche connesse alla sopravvivenza dell'impresa (Arrondo-García et al. 2016; Calabrò et al. 2017). La crescita risulta, infatti, essenziale per la competitività e, nelle imprese familiari, consente sia di far fronte alla dinamica di sviluppo generazionale della famiglia sia di ridurre al minimo i conflitti che ne ostacolano la continuità (Eddleston et al. 2013).

Allo stesso modo, il dibattito sugli aspetti di carattere finanziario ha suscitato un rinnovato interesse in letteratura (Voordeckers et al. 2014), che – nonostante ciò – vanta ancora limitati contributi (Gallucci et al. 2017); la rilevanza della ricerca in questo ambito risiede nella tesi secondo cui le teorie finanziarie classiche non possono essere applicate de plano alle imprese familiari, in ragione della peculiare interazione dei sistemi di valori tipici della famiglia, in cui gli obiettivi non finanziari giocano un ruolo determinante, e di quelli dell'impresa (Basco & Pérez Rodríguez 2009; Habbershon et al. 2003); l'applicazione di metodologie di natura finanziaria non è sempre compatibile con la presenza di variabili afferenti alla sfera emotiva, che sovente caratterizzano le dinamiche delle imprese familiari; è, quindi, fondamentale che la ricerca sintetizzi un punto di equilibrio.

Alla luce di queste considerazioni, il presente lavoro ha per oggetto l'indagine circa la crescita e le decisioni di finanziamento delle imprese familiari, attraverso l'analisi delle principali posizioni di dottrina e la ricerca empirica circa la sussistenza di una correlazione fra le due variabili.

A questo fine, la tesi si articola in quattro capitoli, rispettivamente volti a: 1) definire il perimetro di ricerca, presentando una panoramica dei principali approcci teorici allo studio delle imprese familiari, nonché le differenze che le distinguono rispetto alle imprese non familiari; 2) proporre una rassegna della letteratura sulla crescita, con particolare attenzione ai suoi fattori genetici e a come questi si intersecano con gli obiettivi non prettamente finanziari dell'impresa familiare; 3) presentare una rassegna della letteratura sulle scelte di finanziamento delle imprese familiari; 4) esporre le principali evidenze della ricerca empirica condotta su un campione di imprese italiane non quotate.

Al termine della trattazione si trarranno poi alcune conclusioni critiche sul lavoro, evidenziandone i punti di forza, di debolezza e gli eventuali sviluppi futuri.

I capitoli dedicati all'approfondimento degli aspetti teorici, nonché delle tematiche relative alla crescita e alla struttura finanziaria delle imprese familiari, si porranno nella prospettiva di coniugare i contributi accademici più rilevanti sulle principali riviste internazionali, con i fondamenti dell'Economia Aziendale italiana (*ex multis*, Zappa 1956; Amaduzzi 1961; Giannessi 1960; Onida 1954), nel confronto continuo con le imprese diverse da quelle familiari.

La ricerca sulle imprese familiari risente di alcuni fattori, endogeni ed esogeni, fra cui anzitutto una maggiore complessità (Wilson et al. 2014), riconducibile alla commistione fra le dinamiche interpersonali connaturate al sistema famiglia (Whiteside & Brown 1991), in genere scevre dal perseguimento di obiettivi puramente economico-finanziari, e i valori imprenditoriali tipici (Astrachan & Jaskiewicz 2008; Berrone et al. 2012; Zellweger & Astrachan 2008); a ciò si aggiunge, quale fattore esogeno, la difficoltà strutturale di reperimento di dati ufficiali ed affidabili (Wilson et al. 2014) su cui fondare analisi di natura comparativa.

Per questi motivi, a supporto della *literary review*, la tesi si è avvalsa del database sviluppato dalla Associazione Italiana delle Aziende Familiari (AIDAF), in collaborazione con l'Università Bocconi e EY, al fine di implementare metodi quantitativi su un campione significativo di imprese familiari italiane.

Le variabili alla base della selezione del campione di riferimento sono state definite a seconda della disponibilità di dati e della loro rilevanza; in ogni caso, si è scelto di escludere dal campione le società quotate, sui mercati dei capitali, e le imprese di grandi dimensioni, con ciò ponendosi in linea con altri studi di matrice economico-aziendale (Gallucci et al. 2017).

1. Delimitazione dell'oggetto dell'analisi e aspetti definitori del fenomeno della "impresa familiare"

SOMMARIO: 1.1 L'"impresa familiare": un coacervo di definizioni - 1.1.1 Un dibattito sempre attuale: il binomio "impresa familiare" - 1.1.2 Le principali definizioni di "impresa familiare" - 1.2 Le "misure" dell'impresa familiare - 1.3 I principali approcci teorici negli studi sulle imprese familiari - 1.3.1 La teoria dell'agenzia - 1.3.2 La Stewardship Theory - 1.3.3 La Resource Based View - 1.3.4 La Stakeholder Theory - 1.3.5 La Socio-Emotional Wealth Theory

1.1 L'"impresa familiare": un coacervo di definizioni

1.1.1 Un dibattito sempre attuale: il binomio "impresa familiare"

È innegabile che la definizione del fenomeno dell'impresa familiare rappresenti la prima e più evidente sfida per il ricercatore¹: definire l'impresa familiare rappresenta, infatti, una necessità nella prospettiva di delimitare l'ambito di studio, con una chiara distinzione tra imprese familiari e non. Sono innumerevoli gli studiosi che si sono cimentati nel dibattito accademico con lo scopo di circoscrivere la nozione di impresa familiare senza arrivare, però, ad una definizione univoca; è, tuttavia, comunemente accettata l'idea che l'impresa familiare nasca dall'intersezione di due istituti sociali differenti: l'impresa e la famiglia che, come tali, presentano strutture e regole di comportamento proprie e relativamente dinamiche, la cui interazione produce uno sviluppo assolutamente particolare ed eterogeneo del fenomeno dell'imprenditorialità². Il binomio "impresa familiare" non identifica, quindi, un gruppo omogeneo di imprese, ma ne individua una classe fortemente eterogenea, il cui studio risulta caratterizzato da un'elevata interdisciplinarietà, poliedricità e multidimensionalità³.

La definizione di impresa familiare ha costituito un tema molto dibattuto sin dagli anni Sessanta del Secolo scorso, anche se gli studi in materia sono andati assumendo rilevanza autonoma a partire dai primi anni Novanta⁴ e ancora oggi tale

¹ Al riguardo, si veda Handler (1989).

² In argomento si vedano, fra gli altri, Miller & Rice (1967); Sharma et al. (2012); Yu et al. (2012).

³ Sul punto v. anche Cristiano & Sicoli (2013).

⁴ In verità, l'attenzione al tema dell'impresa familiare si afferma *in primis* negli studi nord-americani a partire dagli anni '30 (su tutti Berle & Means (1933), e per i periodi successivi si vedano Marris (1966), Chandler (1977)) con l'obiettivo di dimostrare la progressiva decadenza del modello imprenditoriale familiare e concentrandosi sul processo di progressiva separazione fra proprietà del capitale e controllo e gestione delle imprese, quale conseguenza della transizione dal c.d. capitalismo familiare a quello finanziario di mercato, e l'ascesa dell'impresa manageriale. Per una esauriente

definizione rappresenta materia di discussione; a dimostrazione di ciò è sufficiente osservare come, anche a distanza di anni, la questione definitoria resti al centro del dibattito accademico: Handler (1989), ad esempio, nell'enucleare le principali questioni metodologiche per lo sviluppo della ricerca in materia, sottolineava che, nonostante il tema occupasse una certa parte degli studiosi da più di un decennio, non era ancora possibile riscontrare consenso unanime su ciò che caratterizzasse l'impresa familiare. Allo stesso modo, dopo quasi trent'anni, evidenziando ancora un rinnovato interesse della comunità scientifica, Payne (2018) sostiene che lo scenario teorico di riferimento continua ad essere piuttosto frammentario e discontinuo e che i confini di ricerca sono quanto mai labili, proprio per la mancanza di una definizione largamente accettata.

Gli studiosi sono concordi nell'imputare l'elevata difficoltà a definire l'impresa familiare all'estrema eterogeneità che la caratterizza: ogni impresa familiare, infatti, è una realtà a sé stante, diversa dalle altre per una serie innumerevole di fattori, che spaziano dall'ambito di operatività alla dimensione, dall'organizzazione interna al grado e al tipo di controllo esercitato dalla famiglia, dalla distribuzione della proprietà tra i membri interni o esterni alla famiglia, ad altre variabili difficilmente individuabili *tout-court* per tutte le imprese familiari⁵.

Appurato che, ancora oggi, si fatica a raggiungere un accordo su una definizione univoca di impresa familiare, si intende proporre di seguito alcune considerazioni in merito agli 'argomenti' che compongono tale binomio, nello sforzo di contribuire un po' ad una chiarificazione dei loro limiti intrinseci. Prima ancora di ogni tentativo, più o meno strutturato, di delimitare la nozione di "impresa familiare", è quanto mai utile (e, in verità, poco praticato) soffermarsi ad un livello più letterale e procedere per scomposizione, constatando come "impresa" e "famiglia" abbiano occupato e occupino tutt'ora, indipendentemente l'una dall'altra, buona parte dell'attività di ricerca, in diversi settori scientifici; infatti, ogni tentativo di

ricostruzione circa l'evoluzione degli studi sulle imprese familiari, si veda Corbetta (1995), p.8 e ss. Il vero e proprio avvio degli studi di carattere 'monografico' è però collocabile negli anni Cinquanta, quando fu discussa la prima tesi di dottorato sulle imprese familiari nell'Indiana (anno accademico 1953-1954), e fu pubblicata la monografia di Christensen sulla successione delle piccole imprese (v. Christensen (1953)). Nel 1958, fu pubblicato da Sweet & Maxwell un libro sui problemi finanziari delle imprese familiari.

⁵ Così, Dessì & Floris (2017).

definizione di impresa familiare non può prescindere da una adeguata definizione dei termini che la costituiscono.

L'economia aziendale italiana, sin dalle sue origini⁶, ha considerato "impresa" la modalità di funzionamento dell'azienda (di produzione e scambio) che avviene "a rischio di una particolare economia distinta da quelle dei consumatori"⁷; a ciò si aggiunge il corollario che il funzionamento dell'impresa si svolge necessariamente nell'ambito di un sistema di mercato, nel quale si istituiscono le relazioni economiche basilari tra aziende e consumatori⁸. L'accezione di 'impresa' presuppone, dunque, il carattere di "aziendalità"⁹, per cui sottende il medesimo impianto teorico della 'azienda', che a sua volta rappresenta uno dei problemi maggiormente dibattuti nel campo delle "attività economico-tecniche", e non solo¹⁰.

Per completezza, occorre preliminarmente segnalare che, sebbene il presente lavoro prediliga l'impianto concettuale della teoria sistema dell'azienda, nell'ambito delle

⁶ La considerazione sistematica del fenomeno 'azienda' nella configurazione che maggiormente invalsa *mutatis mutandis* fra gli studiosi italiani, può essere attribuita al pensiero di Gino Zappa; nello specifico, in occasione del discorso inaugurale dell'anno accademico 1926-27, del Regio Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia, Zappa enunciò la prima definizione di azienda come coordinazione economica di atto, "istituita e retta per il soddisfacimento di bisogni umani" (Zappa (1927), 30). Sempre da parte di Zappa, seguirono innumerevoli contributi monografici, e non: si veda, su tutti Zappa (1957). Accanto a Zappa, sul medesimo tema, si sono pronunciati altri eminenti Autori fra cui senza dubbio, Amaduzzi (1953); Onida (1954); D'Ippolito (1953). A ben vedere, già Besta (1922), affermava che "la somma dei fenomenali o negozi, o rapporti da amministrare relativi ad un cumulo di capitali che formi un tutto a sé, o a una persona singola, o a una famiglia o ad un'unione qualsivoglia, od anche soltanto una classe distinta di quei fenomeni, negozi o rapporti costituisce ciò che si chiama azienda".

⁷ Onida (1954), p. 16. Occorre a questo punto brevemente rammentare che la dottrina classica si è lungamente interessata alla distinzione del fenomeno aziendale fra le fattispecie delle aziende di erogazione (o di consumo) e delle aziende di produzione; e che solo la seconda è stata ritenuta idonea ad essere considerata "impresa". Si veda sull'argomento, *inter alia*, Amodeo (1964); Zappa (1956).

⁸ Così, Ferrero (1987), 5.

⁹ Per comprendere la necessità di distinguere tra le aziende e non-aziende e quindi considerare i requisiti di "aziendalità" ed il riconoscimento del fine nel perseguimento dell'equilibrio economico, si rimanda a Giannessi (1970).

¹⁰ In siffatto contesto, si rimanda al contributo datato, quanto fondamentale di Giannessi (1960), il quale precisa, in particolare, che "Anche nel campo economico-generale, sociale e giuridico tale definizione ha richiamato sovente l'attenzione degli studiosi. Il punto di vista degli economisti e sociologi, e dei giuristi è tuttavia troppo diverso da quello degli aziendalisti perché possa essere utilizzato nell'indagine di natura tecnica" (p. 237).

teorie economico-aziendali, si è generalmente concordi nel riconoscere autonoma dignità anche alle teorie contrattualistica ed organicistica¹¹.

Il termine ‘azienda’ evoca, *in primis*, la funzione di soddisfazione dei bisogni umani¹², che implica generalmente l’uso di “beni economici” (siano essi prodotti o acquisiti) e si attua “*in sistemi o complessi di operazioni simultanee o successive, estesi nel tempo con durevole continuità*”. In altri termini, l’azienda richiama e riunisce “*determinati fini e compiti*”, la cui realizzazione avviene attraverso “*un’organizzazione di attività umana*”, denominata *attività economica*¹³, che si articola in una “*continua vicenda di operazioni fra loro coordinate e sistematicamente poste in essere*”. In questo contesto, risulta, però, ampiamente condivisibile l’apunto che Giannessi (1960) delinea sottilmente nell’affermare che “*l’azienda, essendo un fenomeno di tempo, non può avere per scopo il conseguimento di lucro; avendo contenuto giuridico-economico distinto da quello delle persone che operano nella sua orbita, non può avere per scopo il soddisfacimento diretto o indiretto dei bisogni umani. L’azienda, inoltre, non ritrova il contenuto unitario nella composizione dei fenomeni della produzione [...], ma nella sua natura combinatorio-sistemica e nella suprema identità dello scopo perseguito*”¹⁴. Giannessi ribadisce dunque come gli elementi essenziali dell’azienda, che delimitano il concetto di *aziendalità*, corrispondono non tanto alla tipologia di scopo, quanto piuttosto all’esistenza stessa di uno scopo e non tanto

¹¹ La teoria contrattualistica si esprime inizialmente nel pensiero del Cerboni e, successivamente, del Besta, diffondendosi tra la fine del XIX Secolo e l’inizio del XX. La teoria sistemica si sviluppa a partire dalla prima metà del ventesimo secolo e, come già anticipato, vede nello Zappa il suo primo sostenitore, successivamente supportato da una serie di autorevoli discepoli, fra cui *in primis* l’Onida. Infine, la teoria organistica nasce nella prima metà del XX Secolo e trova il suo primo sostenitore nel Ceccherelli (1923) e vede il susseguirsi di altri pregiatissimi autori come Besta (1922); Cerboni (1886a); Cerboni (1886b); Onida, (1954); Onida (1960); Zappa (1956). Per una più approfondita disamina sul tema si rimanda, *inter alia*, a Giacosa (2015).

¹² “*I bisogni umani contemplati dalla scienza economica non coprono l’intera gamma di bisogni [...] essi, infatti, sono tali soltanto se appagabili mediante beni economici. Così intesi, i bisogni umani costituiscono la “ragion d’essere” e lo “scopo” di un’attività umana in campo economico protesa all’appagamento di bisogni medesimi: 1) ragion d’essere, perché l’uomo esplica un’attività sempre suscitata dai bisogni che sente; 2) scopo, perché è il soddisfacimento di tali bisogni che l’uomo persegue attraverso il proprio agire*” (Ferrero (1987), 2).

¹³ Secondo autorevole definizione, è economica, l’attività umana che è “*perennemente esplicita in condizioni di «mezzi limitati» («rarietà» dei beni economici), malgrado il moltiplicarsi del bisogno da appagare (il cui proliferare, sia alle condizioni che conferiscono ai beni economici «suscettibilità di usi alternativi»)*” (*idem*, 2).

¹⁴ Cfr. Giannessi (1960), 244.

alla tipologia dei fenomeni che variabilmente compongono l'azienda, quanto piuttosto alla loro natura "combinatorio-sistemica".

L'ampio dibattito sviluppatosi in Italia, nell'arco di circa un secolo, inerente il tentativo di definire l'azienda ha prodotto una ragguardevole mole di definizioni, per cui non è difficile incorrere in definizioni disparate o, addirittura, contrastanti. In questo contesto, la dottrina aziendalistica sembra aver positivamente accolto l'eterogeneità connaturata ai tentativi definitivi del fenomeno aziendale, giustificando l'assenza di un carattere risolutivo di ogni definizione (ancor più se formulata con pretese di scientificità), sulla scorta dell'assunto che qualsiasi definizione è *"destinata, dunque, come le teorie, ad essere superata con l'estendersi della conoscenza e con l'affinarsi dei metodi di indagine. [...] sul piano di un dato ordine di indagini [...] è possibile stabilire, in un certo momento, un giudizio di preferenza tra diverse definizioni, tenendo presente, tra l'altro, che la definizione, per la scienza, ha da essere anche o soprattutto uno strumento di studio e riesce quindi tanto più pregevole, [...], quanto meglio adempie a questa sua funzione, rilevando caratteri utilmente conoscibili rispetto a quelle ricerche"*¹⁵.

In questa ottica, pare preferibile adottare ai fini di questa ricerca la definizione formulata da Giannessi secondo cui *"l'azienda può essere intesa come una unità elementare dell'ordine economico generale, dotata di vita propria e riflessa, costituita da un sistema di operazioni, promanate dalla combinazione di particolari fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne, nel quale i fenomeni della produzione, della distribuzione e del consumo vengono predisposti per il conseguimento di un determinato equilibrio economico, a valere nel tempo suscettibile di offrire una remunerazione adeguata ai fattori utilizzati in compenso, proporzionale ai risultati raggiunti, al soggetto economico per conto del quale l'attività si svolge"*¹⁶.

A questo punto è possibile estrapolare le caratteristiche fondamentali del fenomeno aziendale, quali: la natura di sistema unitario, autonomo e teleologico. Il continuo avvicinarsi delle operazioni economiche istituisce un ordine univoco ed

¹⁵ Cfr. Onida (1954), 7-8.

¹⁶ Cfr. Giannessi (1960), 244.

autonomo, che vincola tali operazioni in senso *spaziale*, in quanto queste risultano congiunte “*dalla comunanza del fine e dall’essere le unità elementari della combinazione aziendale*”, e *temporale*, in quanto costituiscono “*un solo modo di essere della vita dell’azienda*”¹⁷.

L’evoluzione del pensiero accademico italiano nel corso del Novecento ha contribuito ad aumentare il grado di generalizzazione cui accedono le caratteristiche peculiari dell’*aziendalità*, senza tuttavia tradire la concezione sistematica di fondo; nello specifico, il carattere teleologico del sistema-azienda viene ad assumere portata più ampia rispetto alla constatazione che questo sistema sia organizzato secondo il fine di conseguire un determinato equilibrio economico valevole nel tempo, riconoscendosi piuttosto nella sola ed asettica “funzione strumentale” al perseguimento di finalità connesse con l’esplicazione di un’attività economica di produzione¹⁸; a ciò si aggiunge l’osservazione che l’impresa (ossia l’azienda di produzione per il mercato) costituisce un sistema ‘aperto’ che può (anzi, deve) interagire con l’ambiente esterno, ossia con il mercato in cui opera¹⁹; a ben vedere ciò rappresenta la formalizzazione di un’intuizione già consolidata in letteratura che intende l’azienda quale ordine “promanato” dalla combinazione di particolari fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne²⁰.

¹⁷ Cfr. Giannessi (1960), 251. È in ciò, nell’azienda come “*fenomeno unitario*”, che l’Autore ritiene si riesca a dissipare il dubbio che l’azienda possa essere orientata al raggiungimento di più di uno scopo. Tale considerazione consentirebbe, d’altronde, di abbandonare la presunzione che la distinzione fra aziende di produzione e di erogazione possa implicare anche una duplicità di scopo, di superando la distinzione fra le due fattispecie.

¹⁸ Ferrero (1987) aggiunge, a corredo di questa interpretazione, che l’impresa “*a differenza di altri sistemi [...] è un sistema «non spontaneo», in quanto essa è «progettata» dall’uomo che ne finalizza la funzione strumentale*”. Ciò tuttavia non implica il venir meno del carattere di autonomia dell’azienda (e dell’impresa) che risulta in ogni caso distinta e non coincidente con il soggetto economico di riferimento: riprendendo la definizione di Giannessi (1960) non sfugge, infatti, che l’azienda è “*dotata di vita propria e riflessa*”, in quanto esiste in conseguenza e al di là dell’iniziativa del suo promotore. Tale considerazione risulta cruciale per le imprese familiari, in cui non è raro che il fondatore (o la famiglia) si identifichi in maniera assoluta nell’impresa, tanto e addirittura da escludere in tutto o in parte i caratteri di *aziendalità*. A ben vedere, sebbene con accezione diversa, anche lo stesso Zappa (1956) ha introdotto la considerazione dell’impresa - nei termini di naturale estensione dell’azienda di produzione - quale *strumento*, “*per l’applicazione delle energie di lavoro e per la consecuzione dei redditi da dedicarsi al consumo e al risparmio*” (p. 205).

¹⁹ V. *inter alia*, Ferrero (1987).

²⁰ L’accezione dell’azienda quale paradigma dell’ordine economico particolare si compone di 3 tipi, la cui esistenza è indispensabile per la vita dell’azienda: si tratta, segnatamente, 1) dell’ordine combinatorio, 2) dell’ordine sistematico, e 3) dell’ordine di composizione. Per una trattazione approfondita sul tema, si rimanda a Giannessi (1960), 248 ss.

La sussistenza di uno scopo comune determina, infatti, la configurazione ordinata delle operazioni elementari in termini di economicità e costituisce il presupposto fondamentale per la formazione del sistema-azienda²¹; tuttavia, l'assenza delle caratteristiche di sistematicità delle operazioni economiche impedisce il configurarsi, in loro, del carattere di *aziendalità* e favorisce l'imporsi di condizioni extra-economiche. Sono tali, ad esempio, le attività in cui le finalità di tipo familiare dominano sulle logiche di economicità tipiche dell'azienda.

Sulla base di quanto sopra detto, è di tutta evidenza che non si può concepire l'impresa familiare, quale unità produttiva, in assenza del requisito di "*aziendalità*", che risulta implicito e indispensabile per poter attrarre nell'ambito delle aziende le iniziative imprenditoriali, ancorché familiari. Allo stesso modo, non può concepirsi l'impresa familiare senza il requisito di *familiarità*, generalmente inteso come "*la presenza e il coinvolgimento di una o più generazioni della famiglia (o più famiglie collegate o coordinate) nella vita e nella dinamica aziendale*"²²; cionondimeno, detta presenza non può essere tale da soverchiare le finalità economiche cui deve necessariamente orientarsi l'attività d'impresa, pena il venir meno del carattere di *aziendalità*.

Per altro verso, l'aggettivo "familiare", se attribuito all'impresa, "*non corrisponde ad una qualificazione assoluta, ma fornisce un'indicazione di genere ad un'entità dai confini estremamente labili e soggetta al suo interno ad una variabilità di specie*"²³. A questo riguardo, occorre considerare che, sebbene il *quantum* del coinvolgimento non abbia assunto valore *per se* discriminante nell'attribuire il carattere familiare ad un'impresa, il dibattito circa "la presenza e il coinvolgimento" della famiglia ha interessato lungamente i ricercatori (soprattutto in tempi più recenti) riguardo all'approssimazione del grado di *family involvement*, ossia di

²¹ A questo riguardo, pare utile aggiungere, come più eminentemente riportato da Amaduzzi (1953), che "*la determinazione di condizioni di equilibrio non conduce a schemi «rigidi», come da taluno è stato scritto, perché si tratta della determinazione di equilibrio prospettivo (cioè ex-ante) evolutivo, sul piano cinematico, e quindi dinamico, soggetto a cause oggettive e vitalistiche di continua variabilità*" (nota (1), p. 17).

²² Cfr. Anselmi, Lattanzi (2016), 27.

²³ V. Demattè, Corbetta (1993).

controllo effettivo della direzione strategica d'azienda, consentendo di individuare diverse classificazioni delle imprese familiari²⁴.

La definizione di famiglia esula dalla sfera prettamente economico-aziendale ed è pertanto necessario avvalersi delle nozioni di origine sociologica, per cui, ad esempio, *“la famiglia è un fenomeno relazionale nel senso che si definisce nelle relazioni, con le relazioni e per le relazioni che comporta”*²⁵; in altri termini, quale specifica realtà, la famiglia delinea una rete di relazioni reciproche che implicano intersoggettività e connessioni strutturali fra soggetti²⁶; tali connessioni strutturali sono destinate ad evolvere e modificarsi, abbandonando gli iniziali vincoli costitutivi, così che la famiglia si “allarga” o “restringe” assumendo, o perdendo, caratteri di maggiore o minore stabilità, implicando una sempre maggiore varietà e complessità di legami affettivi-relazionali²⁷.

Al pari dell'impresa, la famiglia è un sistema complesso e risponde pertanto ai medesimi principi²⁸; per questo motivo è largamente accettata fra gli studiosi l'idea che l'impresa familiare possa essere rappresentata come l'intersezione di due sub-sistemi: la famiglia e l'impresa, che interagiscono e si influenzano reciprocamente,

²⁴ Un esempio in questo senso è rappresentato dal contributo di Litz (1995), che - dalla combinazione delle variabili di: 1) struttura, 2) rapporto di interdipendenza impresa-famiglia, e 3) grado di coinvolgimento della famiglia - individua tre gruppi imprese: (a) a familiarità crescente, (b) a familiarità calante, e (c) potenzialmente stabili. Più di recente, Astrachan et al. (2002) hanno invece sviluppato e validato l'indice F-PEC, che consente di valutare l'influenza della famiglia su una scala continua, offrendo una rappresentazione efficace delle variabili che incidono sul comportamento e sulle *performance* delle imprese familiari.

²⁵ Si veda in argomento Donati (2003).

²⁶ Cfr. Falorni (2017), 20.

²⁷ È questa l'intuizione che il sociologo Bauman racchiude nell'espressione “modernità liquida”, indicativa di un'epoca in cui la società e le sue strutture, come ad esempio la famiglia, sono sottoposte ad un processo di “fluidificazione”, all'esito della pressione esercitata da fenomeni globali, che ne implica la perdita dei “contorni chiari e definiti”, in un passaggio di stato, da solido a liquido: come i fluidi “*che non avendo forma propria, assumono quella del contenitore, anche i concetti di luogo, di confine e di identità continuano a trasformarsi e la loro forma viene continuamente ridefinita dalle situazioni*” (Bauman (2000)).

²⁸ La teoria sistemica, per il cui approfondimento si rimanda *inter alia* a Mazzoni (1999), presenta numerose ipotesi, che possono riassumersi nei seguenti assunti di base: (i) la presenza di almeno due parti interrelate (sub-sistemi e componenti); (ii) l'interazione tra le parti crea una entità unica per cui il tutto è maggiore della somma delle sue parti (proprietà olistica); (iii) l'autonomia propria, assicurata da un meccanismo di feedback per cui l'interazione tra le parti crea output che sono reintrodotti nel sistema come input; (iv) la presenza di un ordine e una relazione gerarchica tra le parti; (v) finalizzazione al raggiungimento di obiettivi multipli; (vi) la tendenza del sistema verso il disordine (entropia).

sia sotto il profilo economico-patrimoniale, sia con riferimento alla loro natura sociale²⁹.

Assumendo il punto di vista della dinamica relazionale di impianto sociologico³⁰, è interessante rilevare che nell'impresa familiare, proprio in virtù delle caratteristiche peculiari dei due sistemi che la compongono, si realizza la gestione di un "paradosso coevolutivo nel tempo", in cui trovano composizione l'anelito alla chiusura ed alla fisiologica protezione dei propri membri, da parte della famiglia, e l'anelito alla apertura ed al cambiamento strategico quale condizione di sviluppo e persistenza da parte dell'impresa³¹; ciò si spiega nella considerazione della famiglia quale *network forte*, denso di legami stabili, durevoli, intensi, bidirezionali e multidirezionali. I network forti si autoalimentano e come tali presentano meno interesse all'apertura verso l'esterno e all'aggancio con altri networks³²; di contro, l'impresa è destinata ad un rapporto continuo di apertura con l'ambiente in cui opera. In questo senso, è condivisibile l'ipotesi sia che la famiglia che si apre all'esterno e supera le pulsioni autoprotettive dei legami affettivi, vince nel tempo e paradossalmente protegge se stessa, perché garantisce la propria persistenza dinastica e la sopravvivenza dei propri valori oltre il breve periodo; sia, al contempo, che l'impresa che beneficia dell'impatto forte del valore della famiglia, della dimensione affettiva verso il business, dell'orizzonte strategico ed di lungo periodo tipico delle imprese familiari autoconserva se stessa attraverso la dimensione familiare che diventa imprenditoriale e, quindi, fattore di unicità e di competizione³³.

²⁹ Sul punto si veda anche Lansberg (1983). La teoria sistemica ha contribuito in maniera determinante alla comprensione del funzionamento della famiglia e dell'impresa, e dell'impresa familiare. Con particolare riferimento a quest'ultima, il framework teorico è stato adottato con maggiore frequenza per indagare le specificità dei processi decisionali e per spiegare come ognuno dei sub-sistemi si evolve nel tempo. È proprio in questa prospettiva che si pone il celeberrimo "three circle model", sviluppato da Tagiuri & J. A. Davis (1996), secondo cui l'impresa familiare è un "metasistema" in cui i tre sottosistemi, famiglia, impresa e proprietà, si sovrappongono generando sette gruppi di interesse, ciascuno avente obiettivi, dinamiche e aspettative propri (e non necessariamente convergenti), dal cui reciproco sostegno dipende il successo di lungo termine dell'azienda (Amato (2017), 56).

³⁰ V. Granovetter (1983).

³¹ Per approfondire la prospettiva coevolutiva e i presupposti metodologici nello studio delle imprese familiari si rimanda a Schillaci (2008), 115 ss.

³² Ciò non esclude in principio l'evoluzione della famiglia, ma questa avviene privilegiando i propri membri, legati tra loro attraverso legami affettivi oltre che di altra natura.

³³ In questo senso, sempre Schillaci (2008), 113-114.

Infine, occorre ancora, per completezza, soffermarsi sulla considerazione delle imprese familiari quale particolare espressione dell'assetto istituzionale proprio dell'azienda, distinguendo fra i due istituti che unitamente la compongono³⁴: da una parte, la famiglia è istituto primario della società umana ed è caratterizzata da finalità dominanti di ordine sociale, etico e religioso, oltre che economico³⁵; dall'altra parte, l'impresa è istituto economico-sociale con dominanti caratteri e finalità di tipo economico, che si riconoscono nel fine economico immediato della produzione di remunerazioni monetarie e di altra specie. Gli interessi economici istituzionali dell'impresa fanno capo di regola ai prestatori di lavoro di ogni tipo ed ai conferenti di capitale risparmio, ad essi sono destinate le remunerazioni prodotte dall'impresa secondo combinazioni varie. Alle famiglie, e soprattutto alle imprese, fanno sempre capo interessi economici non istituzionali molto rilevanti.

In questa ottica risulta del tutto peculiare osservare che l'impresa familiare si trova a soddisfare un particolare interesse istituzionale che risulta dalla combinazione degli interessi istituzionali (e non) dei due sub-istituti che la compongono.

1.1.2 Le principali definizioni di "impresa familiare"

Nel tentativo di estrapolare le caratteristiche che con maggior frequenza sono considerate distintive delle 'imprese familiari', senza pretesa di esaustività, si propone qui di seguito una *summa* di alcuni fra i maggiori contributi offerti dalla letteratura sul tema definitorio, in ordine cronologico, a partire dagli ultimi anni Cinquanta.

Studio	Definizione di 'impresa familiare'
--------	------------------------------------

³⁴ Il dibattito attorno al tema dell'assetto istituzionale è stato sempre vivace coinvolgendo, specialmente con riguardo alle imprese, sia gli accademici sia gli operatori dei vari campi dell'economia, del diritto e della politica. Differenti teorie dell'azienda, ad esempio, si distinguono innanzitutto per le differenti opzioni in merito al tema dell'assetto istituzionale. In generale, l'assetto istituzionale può essere definito come la "*configurazione dei soggetti nell'interesse dei quali l'azienda si svolge, dei contributi che tali soggetti forniscono all'azienda, delle ricompense che ne ottengono, delle prerogative di governo economico facenti loro capo, nonché dei meccanismi e delle strutture che regolano le correlazioni tra i contributi e le ricompense ed attraverso i quali le prerogative di governo economico sono esercitate*" (Airoldi et al. (1994), 92). Per un approfondimento in materia si rimanda su tutti a Masini (1978) e Airoldi et al. (1994).

³⁵ Nel caso della famiglia gli interessi economici istituzionali si riassumono nel "*soddisfacimento adeguato dei bisogni attuali e futuri dei membri della famiglia, con il sostenimento conveniente dei costi di consumo, col correlato conseguimento di redditi in misura tale da consentire la partecipazione dell'unità familiare al progresso civile*" (Masini (1978), 48).

Zappa (1956)	Imprese distinte dalla pertinenza dei capitali, o della loro maggioranza, ai membri di una famiglia, allo scopo di dare continuità all'indirizzo delle gestioni produttive.
Dell'Amore (1962)	Un'impresa in cui i portatori di capitale di rischio e i prestatori di lavoro appartengono ad un'unica famiglia o a poche famiglie collegate tra loro da vincoli di parentela o affinità.
Donnelley (1964)	Un business in cui devono essere identificate almeno due generazioni della stessa famiglia i cui legami devono influenzare tanto le politiche di impresa quanto interessi e gli obiettivi della famiglia.
Barry (1975)	Un'impresa che è controllata dai membri di una singola famiglia.
Art. 230 bis, Cod. Civ. (1975)	L'impresa in cui collaborano il coniuge, i parenti entro il terzo grado, gli affini entro il secondo.
Barnes & Hershon (1976)	Un'impresa nella quale un individuo o i membri di una singola famiglia detengono una partecipazione di controllo.
Alcorn (1982)	Un'impresa lucrativa che può assumere la forma di impresa individuale o società in cui la famiglia, se la proprietà è detenuta anche da soggetti esterni, deve essere attiva nella gestione del business.
Davis (1983)	Le imprese in cui gli aspetti strategici e gestionali sono soggetti all'influenza significativa di una o più famiglie, attraverso la proprietà.
Rosenblatt (1985)	Un'impresa in cui la maggioranza del capitale o il controllo è nelle mani di una singola famiglia e almeno due membri di questa sono direttamente coinvolti nella gestione.
Pratt & J. A. Davis (1985)	Un business in cui due o più familiari ne influenzano la gestione attraverso l'esercizio dei legami familiari, dei ruoli manageriali o dei diritti di proprietà.
Stern (1986)	Un business posseduto e gestito dai membri di una o due famiglie.
Churchill & Hatten (1987)	L'impresa per cui è prevista o si verifica la cessione del controllo da parte di un familiare anziano verso un familiare più giovane.
Babicky (1987)	È il tipo di piccola impresa avviata da una o poche persone che hanno un'idea imprenditoriale, che lavorano duramente per garantirne lo sviluppo e che, spesso con l'apporto di risorse limitate, riescono a garantire la crescita mantenendo la maggioranza del capitale.
Lansberg (1983)	Un business nel quale i membri di una famiglia hanno il controllo legale sulla proprietà.
Handler (1989)	Un'organizzazione in cui le principali decisioni operative e la pianificazione della successione sono influenzate dai membri della famiglia presenti nel management o nel consiglio di amministrazione. Un'azienda la cui proprietà del capitale conferito con il vincolo di pieno rischio spetta a poche famiglie legate da vincoli di parentela o affinità, con le quali si instaurano relazioni di reciproco condizionamento.
Ferrero (1987)	Sono imprese che sembrano essere controllate da una o più famiglie che hanno un livello di incidenza nella governance organizzativa sufficiente ad influenzare in maniera sostanziale le decisioni aziendali.
Dreux (1990)	Un'impresa in cui il 50% dei voti sono controllati da una famiglia e/o una significativa quota di manager è membra della stessa famiglia.
Hayward (1992)	Un'impresa che possa intimamente identificarsi in una famiglia, o più famiglie, per una o più generazioni.

Schillaci (1990)	Un'impresa in cui i membri della famiglia possiedono almeno al 60% del capitale.
Donckels & Fröhlich (1991)	Un'impresa in cui una singola famiglia possiede la maggioranza del capitale e perciò il controllo totale.
Gallo & Sveen (1991)	Un'impresa in cui la proprietà è detenuta completamente dai membri della famiglia.
Lyman (1991)	Qualsiasi business nel quale decisioni inerenti la proprietà o la gestione sono influenzate da relazioni tra i membri di una o più famiglie.
Holland & Oliver (1992)	Un'impresa in cui uno o più nuclei familiari legati da stretti legami di parentela, o affinità, mettono a disposizione capitali finanziari a pieno rischio o a rischio limitato, garanzie personali o garanzie reali, e ne esercitano il controllo.
Demattè & Corbetta (1993)	Un'impresa a proprietà concentrata con proprietari o familiari dei proprietari coinvolti nella gestione.
Welsch (1993)	Un'impresa dove partecipano un numero limitato di soggetti ed in cui la proprietà ed il controllo decisionale sono riconducibili ad un gruppo di soggetti legati da rapporti affettivi e di parentela.
Carsrud (1994)	Un'impresa in cui la proprietà e gestione sono concentrate nelle mani di un'unica unità familiare, che si impegna a raggiungere e/o mantenere un'organizzazione che fa perno sui legami di parentela.
Litz (1995)	Un business nel quale due o più familiari influenzano la gestione.
Tagiuri & J. A. Davis (1996)	L'attività d'impresa gestita con l'intenzione di formare, sviluppare sostenere nel tempo una 'vision' condivisa da una coalizione dominante, controllata da membri della stessa famiglia o da un ristretto gruppo di famiglie.
Sharma et al. (1997)	Le imprese nelle quali la <i>vision</i> del business è stabilita, plasmata e stimolata da una coalizione dominante, controllata dai membri di una stessa famiglia o da un piccolo numero di familiari, in modo sostenibile attraverso le generazioni della famiglia.
Chua et al. (1999)	L'impresa in cui: (a) la famiglia esercita il controllo sulle attività strategiche e partecipa, a vario titolo e grado, al business (definizione ampia); (b) il proprietario ha intenzione di tramandare l'impresa agli eredi e il fondatore, o gli eredi, sono coinvolti nella gestione (definizione media); (c) più generazioni presenti nell'impresa e almeno un membro della famiglia controllante è coinvolto nella gestione (definizione stretta).
Zahra & Sharma (2004)	L'impresa in cui: (1) uno o più familiari detengono almeno il 50% del capitale o sono amministratori o manager; (2) è presente almeno un familiare come amministratore come manager; (3) la famiglia è il principale azionista votante; (4) uno o più membri della famiglia di generazioni successive alla prima detengono almeno il 5% del capitale o sono manager o amministratori; (5) la famiglia e il principale azionista e almeno un manager e un amministratore sono familiari; (6) la famiglia possiede almeno il 20% del capitale votante ed è il principale azionista; (7) uno o più familiari posseggono almeno 5% del capitale possono amministratori, ma non ci sono familiari tra i manager; (8) la famiglia è il principale azionista, possiede almeno il 20% del capitale votante, almeno un familiare amministratore ed uno è manager, la famiglia e alla seconda generazione o alla generazione successiva.
Villalonga & Amit (2006)	Nell'impresa sono forti: (1) l'interrelazione delle figure familiari nei diversi ruoli manageriali e privati e dalla stretta relazione di interdipendenza fra la famiglia imprenditoriale e l'impresa di famiglia

stessa; (2) il radicamento economico e politico nel territorio di riferimento; (3) la sovrapposizione istituzionale fra famiglia, impresa e patrimonio familiare.

Di Mascio et al. (2007) Le imprese in cui una o più famiglie collegate tra loro da legami di parentela, solide alleanze detengono il potere di nominare gli organi di governo.

Aidaf (2008) L'impresa in cui: (1) La maggioranza dei diritti di voto è nelle mani delle persone fisiche che hanno fondato l'impresa, o ne hanno acquisito il capitale sociale, oppure dei genitori, o degli eredi diretti dei figli, di queste persone; (2) tale maggioranza può essere diretta o indiretta; (3) almeno un rappresentante della famiglia o della parentela è coinvolto nella gestione o nell'amministrazione dell'impresa; (4) nel caso di società quotate, le persone che hanno fondato l'impresa o ne hanno acquisito il capitale sociale, oppure un loro familiare o discendente, detengono, sulla base della loro partecipazione al capitale sociale, il 25% dei diritti di voto.

Fonte: *elaborazione propria di Chua et al. (1999); Miglietta (2009)*

Nel tentativo di sistematizzare la letteratura, è possibile individuare cinque parametri, non necessariamente mutualmente escludentesi, che contribuiscono a definire il perimetro dell'impresa familiare e da cui si generano altrettante definizioni. Si tratta, in particolare, di:

1. la proprietà familiare;
2. l'esercizio familiare del controllo sull'impresa;
3. il coinvolgimento diretto della famiglia nella governance dell'impresa;
4. la prestazione di lavoro della famiglia nell'impresa;
5. il c.d. "*generational transfer*", secondo cui più generazioni sono coinvolte nell'impresa, o esiste l'intenzione di trasferire l'impresa da una generazione alle successive.

A ben vedere, i parametri sopra enumerati sono frequentemente adottati congiuntamente al fine di costruire definizioni multidimensionali.

1.2 Le "misure" dell'impresa familiare

Rappresenta ormai fatto consolidato che le imprese familiari costituiscono la manifestazione economica più rilevante del fenomeno dell'imprenditorialità; nelle economie dei Paesi industrializzati, così come nelle realtà dei Paesi emergenti e in via di sviluppo, l'impresa familiare costituisce infatti la 'tipologia' di impresa maggiormente presente.

È possibile misurare la rilevanza di tale fenomeno in termini tanto di numerosità³⁶, quanto di occupazione e di ricchezza prodotta³⁷; ma esso assume intensità differenti a seconda delle fonti di riferimento, oltretutto dei contesti spaziali e temporali in cui viene osservata. Non si tratta generalmente di rilevazioni errate, ma di differenti criteri di classificazione della presenza familiare nell'impresa³⁸; il momento della definizione di "impresa familiare" costituisce, infatti, un momento fondamentale nel processo di quantificazione di tale tipologia di impresa e il criterio di definizione prescelto incide in misura rilevante sui risultati ottenuti.

In tale contesto, le indagini volte alla misurazione del fenomeno dell'impresa familiare risultano scarsamente comparabili, nonostante siano innumerevoli, soprattutto quando si prendono in considerazione universi di riferimento differenti (ad es.: totale delle imprese, solo imprese costituite in forma societaria, etc.). Fra le indagini a livello internazionale, suscita un certo interesse quella (piuttosto datata) condotta nell'ambito del progetto STRATOS che si poneva l'obiettivo di studiare un campione di 1.132 piccole e medie imprese localizzate in otto Paesi europei: Austria, Belgio, Germania (allora solo dell'Ovest), Finlandia, Francia, Gran Bretagna, Olanda e Svizzera, operanti nei settori tessile-abbigliamento, alimentare ed elettronico; i risultati di questa indagine evidenziarono che nel 1985 il 66% delle imprese di piccola e media dimensione del campione risultava familiare.

Uno studio più recente, e ben più ambizioso, condotto su impulso della International Family Enterprise Research Academy (IFERA), nel 2002, propone una sintesi delle stime elaborate da studiosi della materia provenienti da 24 Paesi. Nonostante i contributi analizzati si riferiscano a periodi differenti e prendano a riferimento parametri non omogenei nella definizione di impresa familiare (rendendo in verità quasi nullo ogni sforzo comparativo), il lavoro proposto da IFERA fornisce un interessante, e quanto mai unico, scorcio sulla materia; nello specifico, IFERA riferisce che in diversi Paesi europei le imprese familiari rappresentano la maggioranza delle imprese attive: Francia (> 60%), Germania (60%), Olanda

³⁶ *Inter alia*, si vedano Colli et al. (2003), International Family Enterprise Research Academy (2003), Giacomelli & Trento (2005).

³⁷ V. Astrachan & Shanker (2003).

³⁸ Fraquelli (2008), 13.

(74%), Portogallo (70%), Belgio (70%), Gran Bretagna (70%), Spagna (75%), Svezia (79%), Finlandia (80%), Grecia (80%), Cipro (80%), e Italia (93%); e che negli Stati Uniti la quota delle imprese familiari raggiungerebbe quasi la totalità (il 95% del totale).

A conclusioni simili giunge, nel 2014, la Ernst & Young, con la pubblicazione Family Business Yearbook, da cui risulta che le imprese familiari rappresentano l'85% del totale delle imprese in Europa, il 90% in Nord America, l'85% in America Latina, il 90% in Medio Oriente e l'85% nell'area Asia-Pacifico.

Continente	Quota aziende familiari su totale aziende	% PIL	% occupazione
Europa	85%	70%	60%
Nord America	90%	57% USA 60% Canada	57%
America Latina	85%	60%	70%
Medio Oriente	90%	80%	70%
Asia - Pacifico	85%	57% Sud Asia	32% Nord Asia

Limitando l'osservazione al territorio europeo, ancor prima che a quello nazionale, la Commissione Europea, nell'ambito del progetto '*Overview of family-business-relevant issues: research, networks, policy measures and recent studies*', del 2007, ha rilevato che le imprese familiari rappresentano fra il 70% e l'80% delle imprese attive in Europa, e occupano fra il 40% e il 50% della forza lavoro, con picchi del 70%³⁹. Sebbene l'informazione circa la presenza sul territorio europeo delle imprese familiari costituisca di per sé un dato significativo, il contributo scientifico fornito dalla ricerca della Commissione Europea consiste soprattutto nel tentativo di sistematizzare le variabili che congiuntamente contribuiscono a definire la nozione di 'impresa familiare', nonché di organizzare le rilevazioni numeriche dei diversi Paesi europei sulla base delle definizioni formate dal diverso configurarsi di dette variabili⁴⁰.

³⁹ In argomento si legga Mandl (2009).

⁴⁰ Paiono infatti del tutto legittimi i dubbi sull'affidabilità dei dati presentati in Mandl (2009), che debbono essere considerati non frutto di un'attività censuaria bensì stime da parte di soggetti esperti. Di questo avviso si rivela anche posizione di Centro Studi Unioncamere (2014) che aggiunge "Ciononostante, il confronto internazionale esprime per l'Italia scostamenti talmente vistosi dalla

Paese	Quota di imprese	Forza lavoro	Fonte
Austria	80%	-	Austrian Institute for SME Research, Economic Performance Database (2007)
Belgio	70%	-	IFERA (2003)
Cipro	85-90% (incluse le public limited company)	40-50%	Varie
Repubblica Ceca	80-95% delle PMI	-	Czech Statistical Office (2007)
Germania	95% (97% fra le imprese con fatturato inferiore ad 1 milione €, 86% fra quelle con fatturato compreso fra 1 e 5 milioni €, 74% fra quelle con fatturato compreso fra 5 e 10 milioni €, 58% fra quelle con fatturato compreso fra 10 e 50 milioni €, 34% fra le imprese con fatturato superiore a 50 milioni €)	57%	Hauser, Wolter (2007)
Danimarca	35,6-94,6% ⁴¹	-	Bennedsen, Nielsen (2001)
Estonia	90%	50%	Kirsipuu (2004)
Spagna	85%	75% dell'impiego presso società private	Istituto de Empresa Familiar (2007)
Finlandia	80%	più del 50% della forza lavoro impiegata dal settore privato	Koiranen (2002), MTI (2006)
Francia	80%	49%	FNB (2006)

maggior parte degli altri paesi da consentirci di affermare con relativa tranquillità che, sì, l'impresa familiare è importante ovunque, però manifesta da noi una preponderanza decisamente maggiore rispetto a quanto si osserva altrove" (p. 10).

⁴¹ La variabilità di tale misura si giustifica a seconda della definizione utilizzata, che consente di ricomprendere un insieme più o meno vasto di imprese: nello specifico, Bennedsen, Nielsen (2001) distinguono anzitutto il caso in cui il legame di parentela sia riscontrabile a livello di controllo (che presuppone la partecipazione al capitale), oppure di influenza notevole; a ciò si aggiunge rispettivamente la circostanza che la famiglia detenga o meno la rappresentanza della società e che sia in grado di esprimere due o più membri dell'organo amministrativo.

Grecia	52%	-	EOMMEX (2007)
Croazia	-	6,16%	Croatian Bureau of Statistics, Labour force survey (2006)
Ungheria	-	55%	Ministry of Economic and Transports (2007)
Islanda	70-80%	70-80%	Varie
Irlanda	47% delle imprese di servizi	39,2% della forza lavoro occupata da imprese di servizi	Central Statistics Office (2007)
Italia	85%	70%	AIDAF (2017)
Lussemburgo	70% (33% delle 369 imprese di maggiori dimensioni)	(25% delle 369 imprese di maggiori dimensioni)	PriceWaterhouseCoopers (2007)
Lituania	38% (92,3% delle PMI)	-	Statistics Lithuania (2007)
Lettonia	5% di tutti gli imprenditori ha ereditato l'azienda da famigliari	-	Global Entrepreneurship Monitor (2007)
Olanda	61%	1/3	FBN International (2007)
Norvegia	02-mar	40%	NHO (2007)
Polonia	70-80%	-	Varie
Portogallo	70-80%	50%	Varie
Romania		19%	Romanian Trade Register
Svezia	54,50%	34,70%	Emling (2000)
Slovenia	60-80%	-	Glass et al. (2006)
Slovacchia	80-95%	-	Varie
Turchia	90%	-	PriceWaterhouseCoopers LLP (2007)
Gran Bretagna	65% delle imprese del settore privato	41,90%	IFB report 2008

Fonte: Elaborazione di Mandl (2009)

Restringendo l'analisi a livello nazionale, una prima eminente (e statisticamente significativa) rappresentazione del fenomeno delle imprese familiari in Italia è

fornita, nel 1994, da una ricerca della Banca d'Italia⁴², su un campione di 1.200 imprese industriali italiane non quotate con almeno 50 addetti, in cui si rileva come, nel 1993, il 46% di tali imprese fosse controllato direttamente da un imprenditore o da poche persone legate tra loro da relazioni di parentela, e il 33% indirettamente attraverso imprese capogruppo; fra queste ultime, almeno la metà era di proprietà di soggetti legati fra di loro da legami di parentela. Il 12% delle imprese del campione risultava controllato da poche persone non legate tra loro da legami di parentela, mentre una quota del tutto minoritaria era controllata da imprese o enti pubblici, da società finanziarie pure o da un grande numero di piccoli azionisti. Nel medesimo studio, la Banca d'Italia analizzava un ulteriore campione di circa 300 imprese con un numero di addetti compreso fra 20 e 500, di cui quasi l'80% risultava controllato direttamente o indirettamente da un imprenditore o da familiari.

A distanza di un decennio, nel 2004, la Banca d'Italia ha riproposto un lavoro che analizza i risultati delle due indagini del 1993, riferite al 2003, rispettivamente su circa 1.900 e 500 imprese italiane, il cui campionamento è avvenuto secondo criteri paragonabili a quelli adottati nell'indagine del 1993⁴³. I risultati dello studio indicano che il modello di controllo largamente prevalente tra le piccole e medie imprese è quello familiare (46 % del totale), seguito dal controllo assoluto (22 %), da quello di gruppo (17 %) e da quello di coalizione (13 %)⁴⁴. Con riferimento al campione ristretto di 500 imprese italiane, l'analisi della Banca d'Italia è stata in grado di fornire maggiori dettagli, giungendo a stimare un'incidenza delle imprese familiari sul totale delle imprese del campione almeno pari al 57,6 %. Se a queste si aggiungono le imprese a "controllo assoluto", che potrebbero ad ogni buon conto

⁴² V. Banca d'Italia (1994).

⁴³ V. Giacomelli & Trento (2005).

⁴⁴ I modelli di controllo adottati nello studio della Banca d'Italia sono stati definiti da Barca et al. (1994): 1) assoluto, il controllo è esercitato da un'unica persona fisica che detiene la maggioranza del capitale; 2) di gruppo, il controllo è esercitato attraverso una catena societaria da uno o più soggetti al vertice della stessa; 3) familiare, il controllo è esercitato congiuntamente da più soggetti legati da vincoli di parentela; 4) di coalizione, il controllo è esercitato congiuntamente da più persone fisiche; 5) a supervisione finanziaria, tra i controllanti figurano intermediari finanziari indipendenti che esercitano attività di supervisione sugli altri soggetti; 6) pubblico; la maggioranza del capitale dell'impresa è detenuto da soggetti pubblici; 7) proprietà diffusa, la proprietà è diffusa tra un numero elevato di soggetti ciascuno dei quali detiene una quota limitata del capitale, il soggetto che esercita il controllo detiene anch'esso quote di capitale contenute, al limite nulle.

essere considerate imprese familiari di prima generazione, in cui il fondatore esercita il controllo in maniera esclusiva, l'incidenza sul totale salirebbe all'81,9%.

Più di recente, il IX censimento dell'industria e dei servizi, realizzato nel 2011 dall'Istat, ha messo in luce che nel sistema produttivo italiano prevalgono modelli di *governance* relativamente semplificati, caratterizzati da un'elevata concentrazione delle quote di proprietà, un controllo prevalentemente familiare e una gestione aziendale accentrata. In media, oltre il 70% delle imprese italiane industriali e dei servizi risulterebbe caratterizzata da una struttura di tipo familiare, che corrisponde alla condizione in cui il controllo è esercitato - direttamente o indirettamente - da una persona fisica o da una famiglia⁴⁵. Nello specifico, la prevalente connotazione familiare sembra coinvolgere l'intero sistema delle imprese, seppure in percentuali diverse; infatti, il socio principale è una persona fisica: nel 94,8% delle imprese che impiegano 3-9 addetti (microimprese), nell'83,9% delle piccole imprese (con 10-49 addetti), nel 54,2% delle medie (con 50-249 addetti) e permane elevata la percentuale (25,3%) anche nelle grandi (con 250 addetti e oltre).

Occorre, infine, rilevare come, a partire dal 2007, annualmente, l'Associazione Italiana delle Aziende Familiari (AIDAF), in collaborazione con l'Università Bocconi e la Ernst & Young, pubblica i risultati dell'Osservatorio AUB, focalizzato sulle imprese italiane con più di 20 milioni di Euro di fatturato; lo studio ha rilevato che, nel 2016, circa il 65% delle imprese osservate sono familiari (pari a poco più di 10 mila delle circa 15,5 mila); fra queste: il 73% (7.396) ha registrato un fatturato compreso fra 20 e 50 milioni di Euro, il 16% (1.565) compreso fra 50 e 100 milioni, il 7% (726) compreso fra 100 e 250 milioni, il 4% (381) oltre 250 milioni. Le imprese familiari italiane si pongono trasversalmente rispetto ai settori economici: il campione osservato è infatti composto per circa il 43% da imprese appartenenti al settore manifatturiero, per il 28% a quello commerciale, il 12% a quello finanziario ed immobiliare, l'8% dei servizi, il 4% dell'edilizia, il 3% dei trasporti e il 2% al settore energetico ed estrattivo.

⁴⁵ Sul punto si è soffermato anche Anselmi & Lattanzi (2016).

Non sfugge, a questo punto, la constatazione che, negli studi compiuti sul territorio nazionale, la nozione di impresa familiare basata sulla variabile del controllo societario, attraverso la partecipazione al capitale di pieno rischio, può dirsi largamente prevalente. Non si può affermare la stessa cosa per la maggioranza dei contributi internazionali catalogati dalla Mandl (2009).

L'importanza delle imprese familiari si ricava, oltre che dalla consistenza numerica, anche e soprattutto dalla loro rilevanza sociale e dalla intensità dei legami che esse creano con le comunità d'origine in cui operano. In una analisi acribica, l'International Family Enterprise Research Academy (2003) afferma che in quasi tutti i paesi, ad eccezione della Francia e dei Paesi Bassi, le imprese familiari occupano più posti di lavoro rispetto alle società anonime. I numeri variano dal 50% in Australia al 60% negli Stati Uniti fino al 75% in India e all'80% in Italia; nella medesima direzione di ricerca si pongono l'elaborazione del Centro Studi Unioncamere su dati Mandl (2009), presentate nel Rapporto annuale Unioncamere 2014 che conferma l'importanza delle imprese di famiglia in Italia, unico Paese per il quale la quota di addetti in imprese di famiglia si collocherebbe al di sopra del 90%⁴⁶. Più di recente, è stato inoltre stimato che, a livello mondiale, le imprese familiari contribuiscono a creare circa il 60% dei posti di lavoro⁴⁷.

1.3 I principali approcci teorici negli studi sulle imprese familiari

Gli sforzi definitivi nello studio delle imprese familiari si sono concentrati prevalentemente sull'individuazione delle caratteristiche che consentono al ricercatore di distinguere l'impresa familiare da quella non familiare. I contributi definitivi enumerati nel paragrafo precedente muovono dal tentativo di delimitare l'unicità dell'impresa familiare nell'assunto che il suo modello di proprietà, *governance*, gestione e successione influenza in misura sostanziale e singolare gli obiettivi, le strategie, la struttura, nonché il modo in cui ciascuno di questi è formulato, progettato e implementato⁴⁸.

⁴⁶ Centro Studi Unioncamere (2014). *Rapporto Annuale Unioncamere 2014*. Roma.

⁴⁷ Sul punto si veda, *inter alia*, Neckebrouck et al. (2018).

⁴⁸ Chua et al. (1999); Sharma et al. (2012); Yu et al. (2012)

In questa prospettiva, l'assenza di un'unica teoria dell'impresa familiare si riflette sull'impossibilità di dare soluzione al dibattito definitorio ed impone al ricercatore di osservare i fenomeni e i comportamenti propri delle imprese familiari alla luce di una molteplicità di teorie, che prescindono quasi sempre dalla natura familiare dell'impresa e la cui applicabilità alle imprese familiari, quantomeno in via diretta, ha suscitato e suscita non pochi dubbi⁴⁹. Per superare le difficoltà derivanti dalle origini diverse delle varie teorie adottate dai ricercatori, la letteratura più prudente suggerisce di utilizzarle in modo complementare e in un'ottica multi-prospettica, così da evidenziare le peculiarità proprie dell'impresa familiare⁵⁰.

Infine, in questo tentativo "dicotomico", i ricercatori si sono necessariamente soffermati sugli attributi comuni ed esclusivi delle imprese familiari o di quelle non familiari, assumendo con ciò per entrambe le categorie una certa omogeneità, pur in presenza di una comprovata eterogeneità intraspecifica⁵¹. In effetti, anche la difficoltà nel convergere ad una definizione condivisa rappresenta causa ed effetto della stessa eterogeneità, caratteristica propria di questa fattispecie d'impresa; si sostiene anche che la considerazione omogenea del fenomeno conduca a risultati falsati e al rischio di istituzionalizzare una visione distorta delle imprese familiari generando "rimedi universali", che tali non sono⁵².

È su questa base che si inserisce con nuova consapevolezza una certa impostazione della ricerca, volta a categorizzare le variabili che determinano l'eterogeneità delle imprese familiari, raggruppandole - con un certo grado di approssimazione - in quattro macro-categorie: (1) gli obiettivi; (2) la struttura della *governance*; (3) le risorse possedute dalle imprese; (4) il contesto ambientale⁵³. A ben vedere, tali categorie potrebbero peraltro essere in grado di spiegare i fattori chiave che contraddistinguono, a monte, le imprese familiari da quelle non familiari; a ciò va aggiunto una serie composita di contributi che individuano elementi di

⁴⁹ Si vedano fra gli altri, Gartner (2001); Mussolino (2008). Se considerate separatamente, alcune di queste teorie appaiono tra loro confliggenti e nessuna di esse si rivela in grado di spiegarne in modo esauriente le determinanti della *performance* Passeri & Mazzi (2012).

⁵⁰ V. Le Breton-Miller et al. (2011); Siebels, & Zu Knyphausen-Aufseß (2011).

⁵¹ Su tutti si legga in argomento Chua et al. (2012).

⁵² Di questo avviso, Melin & Nordqvist (2016).

⁵³ In via esemplificativa, per ciascuna macro-categoria, si vedano rispettivamente Chrisman et al. (2012); Carney (2005); Habbershon et al. (2003); Y. Kim & Gao (2013).

differenziazione ulteriori, quali, ad esempio: i valori del fondatore e della famiglia, l'auto-realizzazione, l'armonia familiare, l'impegno, il ritorno sugli investimenti, il valore di mercato e la conoscenza tacita, solo per citarne alcuni⁵⁴.

Stante il mancato riconoscimento di una teoria propria, va da sé che la ricerca sulle imprese familiari, nell'ottica di assegnare le variabili cui si imputa la loro eterogeneità alle diverse macro-categorie, si avvale del complesso di teorie di *entrepreneurship*, di *governance*⁵⁵ e, in generale, di management, sviluppatasi autonomamente dal fenomeno specifico. Fra le teorie che più di altre hanno saputo fornire un contributo importante alla ricerca sul tema delle imprese familiari, pur nella consapevolezza dei limiti applicativi, emergono senza dubbio: la Teoria dell'Agenzia, la *Stewardship Theory*, la *Resource Based View*, la *Stakeholder Theory*, la *Socio-Emotional Wealth Theory*. L'applicazione di tali teorie è accomunata dall'intenzione di indagare le conseguenze che il coinvolgimento familiare può produrre sull'impresa, specialmente con riferimento alle sue *performance*, nell'assunto - più volte evocato - che la famiglia influenzi in maniera singolare lo sviluppo dell'impresa.

1.3.1 La teoria dell'agenzia⁵⁶

La teoria dell'agenzia⁵⁷ rappresenta uno dei primi sistemi teorici con cui i ricercatori si sono cimentati nello studio dell'impresa familiare, anche con riferimento al dibattito definitorio. Essa indaga, nello specifico, la relazione - detta di agenzia - fra due soggetti distinti in base al fatto che questi deleghino (principale) o sia loro delegato (agente) lo svolgimento di una determinata attività. La relazione d'agenzia è foriera di due ordini di conflitti, che possono incidere pesantemente sulle performance aziendale, ma non solo: il primo origina dalla divergenza di interessi, dall'esistenza di comportamenti opportunistici (*moral hazard*) e dall'asimmetria informativa tra il principale e l'agente, che rende costoso per il

⁵⁴ García-Álvarez & López-Sintas (2001); Kammerlander et al. (2015); Dessì et al. (2014).

⁵⁵ In questo contesto vale la pena richiamare il contributo sistematico di Miller, Le Breton-Miller & Scholnick (2008b) nell'ambito delle teorie degli assetti istituzionali delle imprese familiari, in cui l'Autore suddivide le teorie che permettono di capire i soggetti primari e le loro interrelazioni, in tre gruppi: teorie gerarchiche; teorie di partnership; e teorie pluraliste.

⁵⁶ Per una sintetica rappresentazione delle origini della teoria dell'agenzia, si rimanda fra l'altro a Eisenhardt (1989).

⁵⁷ Jensen & Meckling (1976), Fama (1980), Fama & Jensen (1983), Eisenhardt (1989).

primo vigilare sul corretto compimento dell'attività oggetto di delega (che l'agente è incaricato di svolgere nell'interesse del principale)⁵⁸; il secondo ordine di conflitti nasce dalla diversa propensione al rischio che può caratterizzare principale ed agente, in base alla quale i due attori assumeranno comportamenti differenti. L'approccio risolutivo adottato della teoria si avvale della "metafora" del contratto, per cui, al fine di minimizzare i costi d'agenzia, si è discusso in quale misura sia preferibile una o l'altra tipologia di contratto (ad es. "behaviour oriented", o "outcome oriented").

La teoria dell'agenzia ha conosciuto utilizzi negli ambiti più disparati delle scienze sociali; essa, infatti, è stata utilizzata in contabilità, economia, finanza, marketing, scienze politiche, sociologia e in tema di comportamento organizzativo⁵⁹. Limitatamente a questo ultimo ambito, la teoria dell'agenzia ha indagato il rapporto fra azionisti, amministratori e manager, enfatizzando il ruolo dei manager come agenti e quello degli amministratori come rappresentanti degli azionisti (di controllo), nonché gli effetti di tale rapporto sulle *performance* aziendali. L'assunto di base della teoria risiede nella separazione tra proprietà e controllo, che - come noto - sussiste nelle c.d. *public company*, con una forte frammentazione della proprietà e una professionalizzazione del management e postula che tanto più pervasivi sono i costi di agenzia, quanto più incisivo è il detrimento delle *performance*.

Siffatte considerazioni potrebbero ragionevolmente condurre alla conclusione che i conflitti di agenzia siano pressoché assenti nelle imprese familiari e che - nella prospettiva tipica della teoria dell'agenzia - esse registrino per questo *performance* migliori rispetto alle imprese non familiari; in letteratura, tuttavia, si registrano posizioni contrastanti⁶⁰. A favore della tesi secondo cui quella dell'impresa familiare costituisce una delle forme di governance più efficienti, nella prospettiva della teoria dell'agenzia, emerge, ad esempio, la considerazione che la conoscenza

⁵⁸ Controllare la relazione d'agenzia implica il sostenimento dei cc.dd. *agency' costs*: costi di controllo (per il monitoraggio dei comportamenti dell'agente); costi di riassicurazione (volti a rassicurare il principale della lealtà dei comportamenti dell'agente); e costi residuali.

⁵⁹ Per approfondire i contributi bibliografici di ciascuna area di applicazione della teoria dell'agenzia, si rimanda all'accurata ricostruzione di Dessi & Floris (2017), 31 ss.

⁶⁰ Anderson & Reeb (2003)

approfondita dell'azienda e la sostanziale identificazione della famiglia con l'azienda possono minimizzare il problema di *free riding* (cui sono generalmente esposte le imprese con proprietà diffusa), nonché ridurre i conflitti tra le differenti categorie di soggetti⁶¹. Inoltre, l'orientamento a lungo termine, che potenzialmente esprime la famiglia fondatrice, la quale sovente considera l'azienda come un bene da trasferire di generazione in generazione, riduce il rischio che l'impresa soffra della miopia manageriale e rinunci a buoni investimenti per aumentare i profitti del momento⁶².

Ciò nonostante, proprio il coinvolgimento dei membri della famiglia nella proprietà, nella governance e nel management è potenzialmente foriero di conflitti d'agenzia (e dei costi connessi), così che i meccanismi di controllo si rendono comunque necessari, per monitorare comportamenti opportunistici e rischiosi per il successo dell'impresa⁶³; tale affermazione si giustifica nell'apprezzamento, semplice quanto importante, che pur nella coincidenza fra proprietà e management, la famiglia non costituisce necessariamente un gruppo omogeneo di persone che perseguono i medesimi interessi. A favore della medesima tesi, si rileva che la famiglia può verosimilmente disporre del potere per intraprendere azioni a proprio esclusivo vantaggio e detrimento dell'impresa⁶⁴, come ad esempio perseverare nell'ingerenza sulla gestione anche in mancanza di una sufficiente competenza o qualifica, o come propendere a designare a ruoli gestionali unicamente soggetti riconducibili alla famiglia⁶⁵. Un altro esempio di tal fatta è rappresentato dai conflitti derivanti dal c.d. altruismo asimmetrico⁶⁶; il carattere altruistico, che potenzialmente caratterizza il rapporto familiare, rappresenta un elemento peculiare dei conflitti di agenzia delle imprese familiari, da cui derivano effetti contrastanti: da un lato, riducendo i meccanismi di controllo e rinforzando fiducia e *commitment*,

⁶¹ V. Demsetz & Lehn (1985)

⁶² V. Stein (1988); Casson (1999); James (1999)

⁶³ V. Schulze et al. (2001).

⁶⁴ Fama & Jensen (1985) sostengono che la proprietà diffusa consenta di valutare gli investimenti utilizzando criteri di mercato, che massimizzano il valore dei flussi di cassa delle imprese, mentre in un'impresa a proprietà concentrata potrebbero affermarsi criteri che prediligono obiettivi come la crescita solida, l'innovazione tecnologica o la sopravvivenza dell'impresa, piuttosto che il rafforzamento del valore per gli azionisti.

⁶⁵ V. Shleifer & Vishny (1997).

⁶⁶ V. Anderson & Reeb (2003); Chrisman et al. (2005); Villalonga & Amit (2006).

dall'altro, incoraggiando comportamenti che possono risultare forse anche dannosi per l'impresa⁶⁷.

Pertanto, le imprese familiari, al pari delle altre imprese, benché in misura differente, sono potenzialmente esposte a conflitti di agenzia che si generano dal coinvolgimento dei membri della famiglia, ad un tempo, nella proprietà e nella governance⁶⁸. A ben guardare, la peculiare posizione della famiglia nell'impresa configura uno specifico problema, individuato dalla dottrina e noto come *principal-principal conflict*⁶⁹. Tale conflitto sorge fra i soci di maggioranza e quelli di minoranza e produce effetti non dissimili dal conflitto principale-agente⁷⁰. Nel caso di specie, il conflitto principale-principale prescinde dal fatto che il socio di maggioranza e quello/i di minoranza appartengano allo stesso nucleo familiare; infatti, come già ribadito in più occasioni, i membri di una medesima famiglia non formano necessariamente un gruppo coeso ed omogeneo di individui⁷¹, ma possono verosimilmente esprimere interessi diversi, finanche confliggenti⁷².

Occorre comunque rammentare infine che, nonostante la sua diffusa applicazione, non v'è accordo unanime fra gli studiosi sull'applicabilità della teoria dell'agenzia al fenomeno delle imprese familiari; oltre alla presenza di contributi che si ritiene abbiano concorso al progresso della materia⁷³, non mancano, infatti, critiche motivate, in particolare, dal carattere "unilaterale" dell'asimmetria informativa tra principale e agente⁷⁴, o dalla limitata considerazione degli obiettivi che orientano

⁶⁷ V. Schulze et al. (2003).

⁶⁸ Villalonga & Amit (2006) definisce i conflitti derivanti da rapporti tra azionisti di maggioranza e di minoranza come "*agency problem IP*"; diversamente dagli "*agency problem P*" che indicano i conflitti principale-agente fra proprietà e management.

⁶⁹ Young et al. (2008); Arosa et al. (2010).

⁷⁰ Per approfondire gli effetti del conflitto principale-principale sulla crescita dell'impresa familiare, si rinvia al contributo di Calabrò et al. (2017).

⁷¹ V. Villalonga & Amit (2006).

⁷² V. Basco (2017); Kotlar & De Massis (2013). Sulla scorta della classificazione proposta da Villalonga & Amit (2006), Calabrò et al. (2017) definisce il conflitto principale-principale fra azioni di maggioranza e di minoranza appartenenti al medesimo nucleo familiare, come "*agency problem II-bis*", riconoscendo la necessità di distinguere per gli effetti le relazioni fra azioni di maggioranza e di minoranza appartenenti o meno al medesimo nucleo familiare.

⁷³ Cfr. Madison et al. (2016), 65.

⁷⁴ V. Pouryousefi & Frooman (2017).

l'organizzazione⁷⁵, e dalla non adeguata attenzione riposta verso le norme di reciprocità ed equità nelle relazioni⁷⁶.

1.3.2 La *Stewardship Theory*

Sulla base di alcuni degli assunti principali della Teoria dell'Agenzia, nel corso degli anni Novanta, ha preso forma la *Stewardship Theory*, che studia il fenomeno economico dell'impresa a partire delle relazioni fondamentali che intercorrono fra i soggetti coinvolti nell'impresa, vale a dire il *principal* e lo *steward-manager*. A ben vedere, la *Stewardship Theory* - pur condividendone l'assetto fondamentale - si pone in maniera complementare rispetto alla Teoria dell'Agenzia⁷⁷, da cui prende le distanze escludendo il potenziale rischio di comportamenti opportunistici da parte dell'agente⁷⁸. Al contrario, l'assunto di base della teoria risiede nel fatto che l'agente-*steward* sia motivato da interessi collettivistici, pro-organizzativi, che producono un'utilità maggiore rispetto a comportamenti individualistici ed egoistici, così che la sua funzione di benessere è allineata a quella dell'impresa e, conseguentemente, a quella del principale⁷⁹. Anche quando gli interessi dello *steward* e del principale non sono allineati, il primo attribuisce un valore più elevato alla cooperazione che alla defezione e si comporta di conseguenza; in questo contesto, il comportamento dello *steward* (al pari di quello dell'agente nell'ambito della teoria dell'agenzia) può essere considerato razionale, in quanto volto a massimizzare la propria utilità, che si estrinseca nel raggiungimento del *trade-off* fra esigenze personali e obiettivi organizzativi, che in ogni caso tendono a convergere.

Siffatta impostazione implica il venir meno delle problematiche derivanti dal monitoraggio della condotta dei manager, rilevate dalla teoria dell'agenzia, con la conseguenza che viene attribuita una nuova funzione ai meccanismi di *governance*, che piuttosto si pongono a supporto dell'operato dei manager. Da una *governance* adeguata, in grado di sostenere (e non controllare) il management nella

⁷⁵ V. Zellweger & Astrachan (2008); Astrachan & Jaskiewicz (2008).

⁷⁶ V. Bosse & Phillips (2016); Dessì & Floris (2017).

⁷⁷ V. Siebels & zu Knyphausen-Aufseß (2011), Lee & O'Neill (2003).

⁷⁸ Per approfondire gli aspetti che distinguono la Teoria dell'Agenzia da quella della *Stewardship*, si rimanda fra gli altri a Davis et al. (1996).

⁷⁹ Cfr. Davis et al. (1996), 24.

formulazione e implementazione di strategie competitive, discende il miglioramento delle performance. Con riferimento alle implicazioni pratiche di tali assunzioni, è bene segnalare sia come parte della dottrina sostenga che la concentrazione delle cariche apicali in capo ad un unico soggetto può contribuire all'ottenimento di performance migliori, dal momento che rinforza l'unità direzionale e il potere di gestione e di controllo; sia come l'effetto di tale concentrazione si ponga in netta contrapposizione ai dettami della teoria dell'agenzia⁸⁰. Ulteriori fattori distintivi e peculiari della *Stewardship Theory* risiedono nelle condotte altruistiche degli individui che si identificano nell'impresa e nel perseguimento di utilità di "ordine superiore", rispetto a considerazioni meramente economiche, come, ad esempio, l'autorealizzazione.

Diversi studiosi⁸¹ sostengono, inoltre, che un rapporto di *stewardship* sorge quando sussistono stabili relazioni fra le parti, legate da significativa interdipendenza ed interazione e in presenza di una rete sociale condivisa; è, inoltre, considerazione comunemente accettata che tali condizioni si sviluppino con una certa facilità proprio all'interno delle imprese familiari, in cui i membri della famiglia si identificano e a cui sono emotivamente legati⁸². Lo studio delle imprese familiari attraverso la lente interpretativa della teoria della *stewardship* dà rilevanza al perseguimento di obiettivi non esclusivamente economici, che scaturiscono dal legame emotivo che si instaura tra famiglia e impresa e che orienta le scelte, i comportamenti e le decisioni anche in tema di successione imprenditoriale⁸³; in questo contesto un'azienda familiare che possieda una cultura organizzativa in grado di promuovere l'instaurarsi di un rapporto di *stewardship*, insieme ad un più ampio atteggiamento altruistico, può essere in grado di maturare un vantaggio competitivo, che tende a manifestarsi attraverso la longevità e gli obiettivi di lungo termine, il legame con i collaboratori e la stabilità dell'ambiente lavorativo, le

⁸⁰ V. Donaldson & Davis (1991); Davis et al. (1996).

⁸¹ *Inter alia*, v. Nahapiet & Ghoshal (1997); Putnam (2000); Le Breton-Miller et al. (2011).

⁸² V. Miller & Le Breton-Miller (2005); Pierce et al. (2001); Wasserman (2003)

⁸³ Si vedano sul punto fra gli altri, Corbetta & Salvato (2004); Davis et al. (2010); Passeri & Mazzi (2012).

relazioni durevoli e la fiducia⁸⁴. A ciò si aggiunge la considerazione che l'orientamento alla *stewardship* può influenzare la capacità e la volontà dell'azienda di rispondere ai cambiamenti dell'ambiente esterno, favorendo il formarsi di una certa flessibilità a livello strategico⁸⁵.

La considerazione dell'esistenza di condotte altruistiche, quale effetto dell'instaurarsi di un rapporto di *stewardship* nell'impresa familiare, fornisce una diversa interpretazione del fenomeno già osservato attraverso la teoria dell'agenzia; nella visione della *Stewardship Theory*, l'altruismo sorge, difatti, quale conseguenza della coincidenza fra l'utilità degli *steward* e quella dell'impresa (e *per estenso* dei principali) di modo che, in linea di principio, è invariante per i primi perseguire l'una o l'altra. Secondo l'interpretazione della teoria dell'agenzia, l'altruismo si manifesta, invece, nell'allineamento fra gli interessi dei due attori, le cui utilità restano in ogni caso distinte. La differenza principale fra queste due concezioni risiede nell'identificazione dello *steward* nell'impresa, che risulta di contro esclusa nella logica della teoria dell'agenzia.

Nonostante abbia provato una buona capacità esplicativa, la teoria della *Stewardship* non è esente da critiche: da un lato, le si rimprovera di concepire l'organizzazione in misura statica, senza contemplare dunque la possibilità che lo *steward* svolga il ruolo di agente, qualora si senta minacciato da comportamenti opportunistici⁸⁶ e, dall'altro lato, di fornire una visione parziale dell'impresa familiare, che può essere superata solo attraverso l'applicazione di un approccio sistemico⁸⁷.

1.3.3 La Resource Based View

Una tra le principali teorie utilizzate per lo studio delle imprese familiari (sia tanto a fini definitivi, sia per distinguere tra imprese di famiglia e non) è la *Resource-Based View* (RBV). Tale teoria postula che le *performance* dell'impresa sono influenzate dalla combinazione delle risorse cc.dd. "strategiche", da cui possono

⁸⁴ Questo approccio nello studio delle imprese familiari ha suscitato parecchio interesse, soprattutto dell'ultimo decennio: si vedano, ad esempio, i contributi di D. Miller & Le Breton-Miller (2006); Miller, Le Breton-Miller & Scholnick (2008a); Eddleston & Kellermanns (2007).

⁸⁵ Sul punto si veda Zahra et al. (2008).

⁸⁶ Di questo avviso, Pastoriza & Arino (2008).

⁸⁷ V. Schlippe & Frank (2013).

emergere quelle competenze distintive, definite “capabilities”, che sono alla base del “vantaggio competitivo” e della sua sostenibilità. Nel caso delle imprese familiari la fonte delle risorse proprie ed inimitabili è ovviamente la famiglia.

Procedendo, dunque, con ordine: nella prospettiva della RBV, l’impresa è considerata alla stregua di un “contenitore” di risorse⁸⁸ tangibili e intangibili⁸⁹, che le attribuiscono unicità e la differenziano rispetto alle concorrenti, consentendole di generare nel tempo un vantaggio competitivo difendibile⁹⁰; siffatta considerazione discende dall’assunto che le imprese sono tra loro eterogenee e si differenziano per la dotazione e la configurazione di tali risorse. Eppure, non tutte le risorse che compongono l’impresa sono in grado di porsi in funzione prodromica alla realizzazione di un vantaggio competitivo; secondo il modello di Barney (1991), per poter concorrere a definire e garantire un duraturo e difendibile vantaggio competitivo, le risorse devono presentare congiuntamente quattro caratteristiche, vale a dire: (1) il valore economico, (2) la rarità, (3) l’imperfetta imitabilità, (4) la non sostituibilità⁹¹. Una risorsa che non presenti simultaneamente le citate caratteristiche potrebbe non garantire all’impresa di difendere a lungo la posizione di vantaggio competitivo conquistata, ossia di renderlo sostenibile nel tempo. A ciò si aggiunge il fatto che lo stesso vantaggio competitivo non nasce dalla mera

⁸⁸ Si deve a Daft (1983) una delle principali definizioni del termine “risorse”, come l’insieme di attività, processi organizzativi, capacità, attributi, informazioni e conoscenza controllate dall’impresa, che consentono alla stessa di sviluppare strategie al fine di migliorare e di accrescere la sua efficienza ed efficacia.

⁸⁹ Pionieristico in tal senso è il contributo di Penrose (1959), secondo cui l’impresa può intendersi come una “*collection of productive resources*”- “*the physical things a firm buys, leases, or produces for its own use, and the people hired on terms that make them effectively part of the firm*”.

⁹⁰ “*A firm is said to have a competitive advantage when it is implementing a value creating strategy not simultaneously being implemented by any current or potential competitors. A firm is said to have a sustained competitive advantage when it is implementing a value creating strategy not simultaneously being implemented by any current or potential competitors and when these other firms are unable to duplicate the benefits of this strategy*” (Barney (1991), 102).

⁹¹ Alcune caratteristiche del modello di Barney (1991) meritano una trattazione più approfondita: anzitutto, una risorsa possiede valore economico quando l’impresa, facendone uso, riesce a massimizzare le opportunità oppure ad attenuare gli effetti negativi delle proprie carenze organizzative. Per quanto concerne, invece, la condizione di non imitabilità, si precisa che la stessa dipende da tre fattori: a) condizioni storiche, che attengono ad esempio alla locazione fisica dell’impresa che consente l’accesso a particolari servizi, nonché la notorietà di un determinato bene acquisita nel tempo; b) ambiguità causale, che postula la difficoltà degli “imitatori” di cogliere e capire i fattori di successo, strategie innovative, e conseguentemente di replicarli; c) complessità sociale, data da elementi quali la reputazione, le relazioni interpersonali e la cultura. Per un approfondimento sul tema del vantaggio competitivo, si rimanda a Barney (1991).

esistenza di risorse strategiche, ma implica necessariamente che le risorse siano gestite in modo appropriato.

La letteratura in materia è piuttosto unanimemente concorde nel riconoscere che questi attributi sono rinvenibili principalmente nelle risorse intangibili, che, per natura, non possono essere cedute o trasferite e non sono facilmente imitabili e sostituibili⁹². A questo proposito, il modello di Barney (1991) individua tre tipi di risorse: il capitale fisico, quello umano e quello organizzativo. Il primo corrisponde alle risorse materiali, che sono tangibili e variabilmente imitabili, mentre il capitale umano e quello organizzativo sono immateriali e scarsamente imitabili⁹³ e, per questo, particolarmente importanti per la creazione del vantaggio competitivo.

Nell'ottica delle considerazioni appena esposte, l'applicazione della RBV è legata al tentativo di differenziare le imprese familiari dalle altre fattispecie di imprese, sulla base dell'assunto che il coinvolgimento della famiglia può generare un complesso di risorse e *capabilities* derivanti dalle sistematiche e sinergiche interazioni tra la famiglia e l'impresa⁹⁴. Collocate nel quadro teorico sviluppato da Barney (1991), le risorse sviluppate in via esclusiva dall'impresa familiare, a differenza delle imprese non familiari, non possono che essere immateriali. È paradigmatico, a questo proposito, il concetto di "familiness", indicante il sistema di risorse distintive che deriva dal coinvolgimento della famiglia nel business e dalla costante relazione tra famiglia e attività di impresa; le risorse a questo riconducibili, inoltre, possono incidere sulle *performance* direttamente o indirettamente ed anche positivamente o negativamente: l'impresa familiare può,

⁹² V. Barney (1991); Michalisin et al. (1997); Carmeli (2004); Villalonga (2004); Prahalad & Hamel (1994).

⁹³ Il capitale fisico comprende tutto ciò che le imprese possono concretamente manovrare ed utilizzare, il capitale umano comprende invece la formazione, l'intelligenza, l'esperienza, l'intuito dei manager, le relazioni e decisioni; e il capitale organizzativo, la programmazione (formale ed informale), la struttura, il controllo, i sistemi di coordinamento, nonché relazioni informali tra gruppi che operano all'interno dell'impresa e tra impresa e ambiente esterno. Per approfondire le caratteristiche intrinseche dei diversi tipi di capitale individuati da Barney (1991), si rimanda alla vasta letteratura in materia, fra cui si segnalano Haanes & Fjeldstad (2000), Michalisin, Smith, Kline (1997), Carmeli (2004), Villalonga (2004), Prahalad & Hamel (1994) (con riferimento alla rilevanza delle risorse immateriali nella creazione del vantaggio competitivo).

⁹⁴ Si vedano fra gli altri, Habbershon & Williams (1999); Habbershon et al. (2003); Chrisman et al. (2003).

dunque, generare vantaggi competitivi (*distinctive familiness*), ovvero inibirne lo sviluppo (*constrictive familiness*), influenzando così sulla creazione di ricchezza.

Numerosi studiosi hanno adottato l'approccio RBV per identificare le risorse distintive dell'impresa familiare, distinguendo singole risorse strategiche, come la "conoscenza" da trasmettere ai successori per garantire nel tempo il successo all'impresa familiare, oppure veri e propri modelli⁹⁵.

In conclusione, è indubbio che l'applicazione della RBV allo studio delle imprese familiari concorra efficacemente a declinare i tratti distintivi rispetto alle imprese non familiari, ma non senza alcune criticità e debolezze, connesse, ad esempio, non solo all'ambiguità del "come" le risorse strategiche debbano essere amministrare per il raggiungimento e il mantenimento del vantaggio competitivo, ma anche alla sua natura prettamente concettuale e difficilmente generalizzabile o alla difficoltà nell'individuazione e nell'isolamento delle risorse critiche di successo⁹⁶.

1.3.4 La Stakeholder Theory

Nel corso dell'ultimo ventennio, nell'ambito di ricerca delle imprese familiari, si sono affermati nuovi slanci nell'utilizzo di teorie sviluppate nei diversi settori di applicazione della più vasta teoria dell'impresa, così come teorie codificate in considerazione della loro specifica applicazione alle imprese familiari. Appartiene al primo di questi momenti il tentativo di adozione del quadro teorico della *stakeholder theory*. La teoria, che appartiene all'area delle teorie manageriali, conosce il suo sviluppo fondamentale nel lavoro epocale di Freeman⁹⁷ da cui si articola verso tre prospettive applicative⁹⁸: 1) come strumento di governo delle

⁹⁵ A questo proposito, sono esemplari: il modello di Sirmon & Hitt (2003), per cui le risorse principali che distinguono le imprese familiari dalle non familiari possono essere individuate in: i) *human capital*, ii) *social capital*, iii) *survivability capital*, iv) *patient capital* e v) *governance structure*; o quello di Zellweger et al. (2010), che descrivere il grado di *familiness* delle imprese familiari partendo dall'analisi di tre dimensioni originarie di "familiarità" dell'impresa, ossia (i) *component of involvement*, (ii) *essence approach*, e (iii) *organizational identity*. Con riferimento al ruolo della conoscenza nel successo dell'impresa familiare, si veda Suárez et al. (2001).

⁹⁶ Si vedano, *inter alia*, Priem (2001); Kraaijenbrink et al. (2009); Lockett et al. (2009); Daspit et al. (2017).

⁹⁷ Fra gli altri, si segnalano sul punto, Freeman & Mcvea (2008); Freeman & Reed (1983); Freeman (2010); Freeman (1994).

⁹⁸ È condivisibile, in questo ambito, l'impostazione proposta da Cristiano & Sicoli (2013).

relazioni che si instaurano fra gli *stakeholder*, 2) come orientamento più generale o 3) come una prospettiva morale⁹⁹.

La teoria si basa sul presupposto che l'impresa sia composta da un gruppo variegato di soggetti (*stakeholder*) portatori di interessi particolari ed eterogenei, nei confronti dei quali i manager sono tenuti a maturare un livello di conoscenza tale da individuare obiettivi universalmente sopportabili¹⁰⁰; riconoscere gli *stakeholder*, e individuarne gli interessi, rappresenta pertanto un'attività di primaria importanza per il management. La circostanza che l'operare di quest'ultimo sia definito in funzione di tali interessi influisce sui processi decisionali interni all'impresa, di guisa che risulta determinante acquisire adeguata consapevolezza che gli interessi di tutti gli *stakeholder* hanno un valore intrinseco e che nessuno di essi dovrebbe prevalere uno sull'altro¹⁰¹.

L'impresa familiare è contraddistinta, come noto, dall'interazione di una serie di soggetti portatori di interessi diversificati, cui corrispondono potenzialmente altrettanti obiettivi; a ciò si aggiunge che il ruolo della famiglia come coalizione di riferimento nell'indirizzo strategico e gestionale dell'impresa, condiziona il raggiungimento degli obiettivi, influisce sulla performance aziendale e ne definisce i comportamenti. Pertanto, è considerazione diffusa che introdurre la teoria degli *stakeholder* nella ricerca sulle imprese familiari può contribuire a spiegarne il funzionamento, sulla scorta dell'assunto che il perseguimento delle diverse esigenze degli *stakeholder* contribuisce a differenziare le imprese le une dalle altre, anche in termini rendimento e che la famiglia rappresenta a tutti gli effetti un tipo di stakeholder autonomo¹⁰².

In questo contesto ed alla luce della richiamata eterogeneità intraspecifica, è stato sostenuto che comprendere con quale grado di omogeneità la famiglia concepisce il "successo" dell'impresa costituisce un fattore predittivo delle *performance*: l'allineamento nella definizione del successo dell'impresa può condurre ad un

⁹⁹ Fra gli altri, si vedano, sul punto, Cumming et al. (2007); Phillips et al. (2003).

¹⁰⁰ Si veda, in particolare, Freeman & Mcvea (2008). Una prima definizione di *stakeholder* è stata delineata da Freeman, come "any group or individual who can affect, or is affected by, the achievement of a corporation's purpose" ((R. E. Freeman 1984), 6).

¹⁰¹ In questo senso, v. Donaldson & Preston (1995); Clarkson (1991).

¹⁰² V. Chrisman et al. (2005); Sharma (2004).

accordo sulle modalità con cui perseguire gli obiettivi condivisi e sull'entità del coinvolgimento in azienda dei membri familiari e non familiari. Al contrario, un eventuale disaccordo potrebbe indicare una fonte di conflitto in grado di influire in misura anche sostanziale sulle *performance* dell'impresa¹⁰³. Partendo dall'assunto che le imprese familiari debbano soddisfare un numero più elevato di parti interessate (rispetto ad imprese non familiari), fra cui si annovera anche e soprattutto la famiglia, è ammissibile che esse misurino il successo rispetto al grado di soddisfazione dell'intera base di *stakeholder*.

Non stupisce dunque che le decisioni che la famiglia assume nell'ambito dell'impresa si discostino, in maniera anche apprezzabile, da obiettivi di natura economico-finanziaria¹⁰⁴. L'attenzione riservata dai ricercatori agli effetti di tali interessi sulla soddisfazione degli *stakeholder*, ovvero sulla "dimensione" non finanziaria dell'efficacia organizzativa, ha infatti suggerito che, oltre al contributo in termini definitivi, la teoria degli *stakeholder* sia in grado di fornire un utile quadro concettuale di riferimento per valutare l'ampiezza e le relazioni tra diversi livelli di *performance*¹⁰⁵. Ad esempio, è ragionevole ritenere che sia la famiglia stessa a definire gli obiettivi non economici in relazione alle proprie esigenze, al proprio sistema di valori, all'importanza del capitale sociale familiare e all'importanza attribuita alla ricchezza socio-emozionale¹⁰⁶.

Alla teoria degli *stakeholder* sono state mosse diverse critiche riconducibili principalmente al fatto che la sua applicazione rappresenta un aspetto dell'opportunismo manageriale, in quanto: non è in grado di provvedere operativamente alla definizione di specifici obiettivi per l'impresa; è primariamente orientata alla ripartizione di risultati finanziari e suggerisce di trattare tutti gli *stakeholder* allo stesso modo¹⁰⁷. A sostegno dei presunti aspetti critici, non

¹⁰³ V. Astrachan & McMillan (2003).

¹⁰⁴ V. Carney, M. (2005).

¹⁰⁵ V. Zellweger & Astrachan (2008).

¹⁰⁶ Di questo avviso, seppur in misure e con estensioni diverse, *inter alia* Astrachan & Jaskiewicz (2008); Pearson et al. (2008); Arregle et al. (2007); Gomez-Mejia et al. (2007).

¹⁰⁷ Si vedano *inter alia*, Gioia (1999); Jensen (2002); Marcoux (2000).

mancano in ogni caso le tesi affermanti che questi sarebbero imputabili a distorsioni interpretative della teoria o ad estensioni eccessive della stessa¹⁰⁸.

1.3.5 La Socio-Emotional Wealth Theory

A partire dalla seconda metà del Novecento, sull'onda sia dell'applicazione delle teorie comportamentali in ambito sociale ed economico sia della considerazione che le teorie classiche, edificate sulle assunzioni di massimizzazione del profitto e disponibilità dell'informazione, riuscivano a spiegare solo in parte il funzionamento delle imprese, si è consolidata l'idea che le imprese si propongono di raggiungere obiettivi non perfettamente razionali. È questa l'idea di fondo della *Behavioural Theory*¹⁰⁹ che riconosce nelle grandi imprese, caratterizzate da una netta separazione fra proprietà e management, la presenza di diverse coalizioni, che congiuntamente partecipano alla definizione degli obiettivi e alle decisioni aziendali. In questo modo, il funzionamento dell'impresa è la risultante di modelli decisionali interattivi, e talvolta conflittuali, tra le diverse coalizioni esistenti all'interno delle imprese stesse. A ciò si aggiunga che il perseguimento degli obiettivi aziendali non si misura rispetto alla loro massimizzazione, quanto piuttosto in base alla loro soddisfazione, secondo un ordine implicito che riflette la presenza e il ruolo delle diverse coalizioni nell'impresa¹¹⁰.

La menzione a questa teoria nell'ambito dello studio delle imprese familiari risulta importante, in considerazione del prevalente ruolo che la famiglia riveste nella definizione della strategia, degli obiettivi e delle linee d'azione imposte all'impresa. Inoltre, le assunzioni della *Behaviourial theory* hanno costituito, più di recente, il terreno fertile per lo sviluppo di un nuovo *corpus* teorico, nato specificamente per analizzare le imprese familiari, la *Socio-Emotional Wealth Theory* (SEW), che potrebbe trovare traduzione nella teoria del patrimonio socio-emozionale.

Questa teoria nasce come estensione della *behavioral agency theory*¹¹¹, che integra elementi della *Prospect theory* e della Teoria dell'Agenzia, oltre che della

¹⁰⁸ V. Phillips et al. (2003).

¹⁰⁹ V. Cyert & March (1963).

¹¹⁰ Questa impostazione è, d'altronde, del tutto affine al concetto di "razionalità limitata" sviluppato da Simon (1955).

¹¹¹ Per approfondimenti in materia, si rimanda a Gomez-Mejia et al. (2000); Wiseman & Gomez-Mejia (1998).

Behaviourial theory; la sua assunzione di base risiede nel fatto che le scelte delle imprese sono effettuate in funzione del punto di riferimento del *principale* dominante, che assume decisioni in modo tale da preservare il “valore affettivo” (in inglese, “affective endowment”) accumulato nell’impresa. È di tutta evidenza che, nelle imprese familiari, il *principale* dominante è rappresentato dalla famiglia o dalla coalizione familiare.

Tale “valore affettivo” è raffigurato dal patrimonio socio-emozionale e costituisce l’elemento in funzione del quale l’impresa (familiare) sviluppa la propria attività e da cui trae origine il ruolo della famiglia in termini di influenza e controllo sulla gestione, di identificazione con l’impresa, di attaccamento emozionale, di successione dinastica e di vincoli sociali¹¹².

Secondo la *behavioral agency theory*, considerando il ruolo di assoluta centralità per la famiglia-*principal*, la conservazione del patrimonio socio-emozionale implica l’attuazione di scelte strategiche volte ad evitare potenziali perdite in tale ambito, anche a discapito di altri principali (ad esempio, investitori istituzionali) che non condividono l’utilità generata dal SEW. Per la famiglia-*principal* l’avversione al rischio di una perdita del valore affettivo prevale sull’avversione al rischio per le perdite finanziarie; una perdita di tale valore implica, infatti, l’indebolimento dell’influenza della famiglia nell’impresa e, di conseguenza, una riduzione della possibilità di soddisfare le aspettative dei membri familiari¹¹³.

L’importanza della chiave interpretativa proposta dalla teoria del patrimonio socio-emozionale nel chiarire il funzionamento dell’impresa familiare emerge ancor più chiaramente dal confronto con la teoria dell’agenzia, le cui argomentazioni, nel caso di specie, porterebbero alla conclusione che la famiglia-principale eviterebbe di compiere scelte strategiche che comportano un significativo rischio di perdite finanziarie, dal momento che non di rado il patrimonio della famiglia risulta

¹¹² Così Dessì & Floris (2017), 36-37.

¹¹³ In questa prospettiva, Zellweger, Kellermanns, et al. (2012) forniscono l’evidenza che ad una maggiore concretezza delle intenzioni delle famiglie per il controllo transgenerazionale, corrisponde un più alto prezzo di cessione ad attori non familiari. Secondo gli autori, le intenzioni per il controllo transgenerazionale suggeriscono che i proprietari famigliari considerano i benefici futuri del controllo come parte del valore affettivo accumulato nell’azienda. Di conseguenza, vendere l’impresa è un’opzione accettabile solo se i proprietari di famiglia sono compensati adeguatamente per la perdita in SEW.

confuso con quello dell'impresa. La conservazione del patrimonio socio-emozionale, nella prospettiva della *behavioral agency theory*, e della *Socio-Emotional Wealth Theory*, si pone invece in contrasto con l'impostazione di base della teoria dell'agenzia, facendo prevalere una logica non economica (la conservazione del valore affettivo appunto), su una logica economica.

Per la famiglia imprenditoriale e, di conseguenza, per l'impresa familiare, la conservazione del patrimonio socio-emozionale costituisce di per sé stessa un fine¹¹⁴ e ciò contribuisce ad incrementare la consapevolezza circa il funzionamento di questa fattispecie di imprese, in quanto rappresenta un punto chiave di riferimento non-economico del processo decisionale dell'impresa, che potrebbe compiere scelte strategiche, difficilmente giustificabili sia in un contesto economico, sia applicando la logica finanziaria di avversione al rischio¹¹⁵.

Nonostante la centralità delle considerazioni di natura non-economica (e in particolare socio-emotiva), è evidenza piuttosto diffusa che l'identificazione della famiglia con l'impresa consenta alle imprese familiari di raggiungere performance superiori rispetto alle altre fattispecie organizzative, in virtù dell'obiettivo di preservare la propria reputazione e creare un'immagine positiva nei confronti dell'ambiente e del mercato nel quale operano.

Le evidenze empiriche circa il ruolo del patrimonio socio-emozionale per l'impresa familiare sono numerose e pertengono variabilmente ai molteplici ambiti del funzionamento dell'impresa¹¹⁶. Tuttavia, la generale applicabilità della teoria del patrimonio socio-emozionale agli obiettivi dell'impresa familiare pone al ricercatore la sfida di individuare le differenti fonti della SEW e di definirle, in particolare, in relazione agli effetti che ognuna di esse produce all'interno

¹¹⁴ Il radicamento di tale obiettivo è tanto più profondo, quanto maggiore è il coinvolgimento della famiglia nell'impresa, come nel caso in cui quest'ultima sia gestita esclusivamente dalla famiglia "fondatrice-proprietaria", e tende ad affievolirsi con il passaggio generazionale. Conseguentemente, ciò tenderebbe ad influenzare il patrimonio socio-emozionale in misura più o meno determinante in relazione alla dimensione dell'impresa e ai veri passaggi generazionali subiti (si veda sul punto Gomez-Mejia et al. (2007)).

¹¹⁵ V. Zellweger, Nason, et al. (2012).

¹¹⁶ Per una rassegna completa delle principali evidenze empiriche a supporto dell'approccio del patrimonio socio-emozionale, si veda Berrone et al. (2012), 260.

dell'impresa, per non incorrere in un'eccessiva dilatazione concettuale, che rischierebbe di condurre a conclusioni operative inesatte.

A questo proposito, alcuni studiosi hanno suggerito di introdurre una netta distinzione fra gli obiettivi riconducibili al patrimonio socio-emozionale in senso stretto (in inglese: "restricted") - rigorosa espressione del nucleo familiare - e quelli riconducibili al patrimonio in senso lato ("extended"), che superano i limiti delle preferenze familiari e il cui raggiungimento è idoneo a soddisfare gli interessi di tutti gli *stakeholder*¹¹⁷. I primi si pongono non di rado in contrasto con gli interessi degli *stakeholder* non familiari e si imputano loro fenomeni in grado di inficiare le performance dell'impresa, quali, ad esempio, l'altruismo familiare e i diversi tipi di conflitti di agenzia. Al contrario, gli obiettivi tipici del patrimonio socio-emozionale in senso lato vengono associati al proliferare di fenomeni di *stewardship* e a prospettive di sostenibilità a lungo termine¹¹⁸.

In linea con le considerazioni sopra esposte, la trattazione illustrerà i principati contributi dottrinali inerenti la crescita e la struttura finanziaria dell'impresa, con particolare attenzione alle imprese familiari, nel continuo confronto fra la ricerca in ambito nazionale ed internazionale, al fine di delineare il quadro teorico di riferimento ove collare l'analisi quantitativa, volta ad indagare la relazione fra la crescita e le scelte di finanziamento dell'impresa familiare.

¹¹⁷ V. Miller & Le Breton-Miller (2014)

¹¹⁸ Per approfondimenti in materia si rimanda, fra gli altri, Allouche & Amann (1998); Arregle et al. (2007); Miller, Le Breton-Miller & Scholnick (2008a).

2. La crescita delle imprese familiari

SOMMARIO: 2.1 Considerazioni introduttive - 2.2 Sulle dimensioni dell'impresa - 2.2.1 I "parametri" dimensionali dell'azienda - 2.2.2 La dimensione aziendale per le imprese familiari: alcune evidenze empiriche - 2.3 La crescita dell'azienda - 2.3.1 Considerazioni teoriche sulla crescita dell'azienda: la posizione della dottrina economico-aziendale italiana - 2.3.2 Una sintesi dei contributi internazionali sulla crescita delle aziende - 2.3.3 Gli indicatori della crescita - 2.4 La crescita delle imprese familiari - 2.4.1 I percorsi di crescita dell'impresa familiare - 2.4.2 L'efficacia interpretativa dei modelli di crescita: un approfondimento sul modello di Greiner - 2.4.3 Alcuni dati sulla crescita delle imprese familiari italiane

2.1 Considerazioni introduttive

L'impresa deve perdurare e, se possibile, svilupparsi. L'utilizzo del verbo "dovere" rievoca non tanto un obbligo eteroimposto, quanto, piuttosto, un vincolo intrinseco alla nozione di *aziendalità*. È in ogni caso evidente che le condizioni esterne al sistema-azienda impongono, in qualche misura, la necessità di "svilupparsi" e di evolvere, ma si tratta di condizioni comuni agli operatori del mercato, che trascendono la singola esperienza e plasmano il fenomeno in sé.

La posizione di autorevole dottrina economico-aziendale italiana, a ben guardare, si è più volte riconosciuta nel pensiero che *"l'azienda è un istituto economico destinato a perdurare"*, in cui *"ritrovano continuità l'investimento dei capitali, la formazione dei redditi e la loro erogazione"*; la 'continuità' costituisce, pertanto, un elemento peculiare e distintivo dell'azienda, che - dice Zappa - perdura *"nella mobilità degli uomini che ad essa dedicano le loro energie [...] nel cangiare dei suoi titolari e dei suoi soggetti e variamente si adatta ai loro vari bisogni e a quelli dei loro collaboratori; al mutar dell'ambiente incessantemente si adegua"*¹¹⁹. In altri termini, *"Anche [oltre alle varie istituzioni edificate dall'uomo, NDR] le istituzioni di azienda volgono alla conservazione propria e al proprio sviluppo le energie degli uomini che in esse agiscono"*¹²⁰. Analoga impostazione si ritrova in altri Autori, come ad esempio il già citato Giannessi, secondo cui l'unità economica

¹¹⁹ Cfr. Zappa (1956), 37.

¹²⁰ *Idem*, 38.

tende alla “*propria sopravvivenza e al proprio sviluppo*”¹²¹; oppure Onida che parla della ricerca di “*complesse condizioni di durevole vita e di sviluppo*”¹²².

Si rivela inoltre autorevole la dottrina americana che sul punto riconosce “*that a predisposition to grow is inherent in the very nature of firms, but which, in contrast, makes growth depend on human motivation - in the usual case on the businessman’s search for profits*”¹²³.

I concetti di continuità e di sviluppo dell’azienda risultano, quindi, intimamente connessi e non possono prescindere dalla necessaria capacità di adattamento rispetto alle mutevoli condizioni in cui l’azienda opera; tale considerazione è, per altro, del tutto allineata con l’accezione di azienda quale sistema aperto, istitutivo di un ordine che “promana” dalla combinazione dei fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne¹²⁴.

Occorre sin d’ora precisare che il presente capitolo non si prefigge lo scopo di fornire una rappresentazione esaustiva della ricerca in materia di crescita dell’azienda, giacché costituirebbe un’opera pressoché impraticabile e la sua utilità non potrebbe trovare piena soddisfazione nell’ambito di questa tesi; la letteratura offre, infatti, un’immensità di contributi teorici ed empirici, che rendono praticamente impossibile arrivare ad uno schema di classificazione che consenta di riassumere (anche solo succintamente) la letteratura in modo significativo¹²⁵. Pertanto, l’obiettivo di questo capitolo è fornire alcuni utili spunti di riflessione sul tema della crescita dell’impresa, mantenendo vivo il confronto fra i Maestri dell’economia aziendale italiana e la più illustre letteratura internazionale, al fine di contribuire al dibattito inerente la dinamica evolutiva dell’impresa familiare.

¹²¹ Cfr. Giannessi (1969), 511.

¹²² Cfr. Onida (1974), 901.

¹²³ Cfr. Penrose (1955), 531.

¹²⁴ Per un approfondimento circa il concetto di ordine quale espressione dell’azienda, si rimanda al paragrafo 1.1, nonché ad autorevole dottrina (*inter alia*, cfr. Giannessi (1969), 513 ss.). In questo senso, corre l’obbligo di richiamare la posizione, largamente condivisa, secondo cui “*l’impresa non può svolgersi in modo economicamente conveniente e socialmente utile senza inserirsi profondamente nel sistema del quale è parte, senza subirne le incalzanti restrizioni, senza accogliere i vigorosi ausili*” (Zappa (1956), 311). La sensibilità dell’impresa alle variazioni del contesto di riferimento rappresenta, pertanto, elemento distintivo della stessa impresa.

¹²⁵ In questo senso, anche McKelvie & Wiklund (2010); Macpherson & Holt (2007).

2.2 Sulle dimensioni dell'impresa

Nell'interpretazione del fenomeno della 'crescita' dell'azienda viene spontaneo riferirsi in primo luogo alla dimensione: è infatti del tutto naturale riconoscere l'esistenza di un rapporto fra l'aumento della dimensione e la crescita dell'azienda; tuttavia, ciò non deve indurre a considerare la crescita unicamente quale manifestazione dell'aumento della dimensione aziendale, in quanto i due fenomeni sottendono aspetti economici non identici. Pertanto, al fine di comprendere il concetto di crescita è utile soffermarsi su quello di dimensione, avendo riguardo ai diversi parametri ai quali è possibile ricorrere nella sua descrizione e, soprattutto, al profilo dell'unità produttiva come tale.

Il tema della dimensione aziendale è ampiamente trattato in dottrina e v'è accordo piuttosto unanime nel riconoscere al concetto di "dimensione" un certo grado di indeterminatezza¹²⁶: *"lo stesso criterio nel quale la nozione [di dimensione d'impresa, NDR] avrebbe fondamento non è costante, anzi è tutto relativo ai molteplici problemi di convenienza economica per la soluzione dei quali deve essere nota la soggetta dimensione e forse anche le sue variazioni nel procedere del tempo"*. E ancora, *"I criteri di base [...] sono di solito diversi secondo i settori produttivi cui le imprese pertengono e secondo lo stadio iniziale o successivo nel quale le imprese vivono"*¹²⁷.

Il riferimento alla "dimensione" implica la considerazione dell'impresa nella sua interezza, ossia rispetto ai vari componenti dell'unitario ordine aziendale: *"i vari componenti dell'ordine aziendale - secondo il triplice aspetto di questo: i fattori, le operazioni, le forze - possono configurarsi come parametri della dimensione dell'unità produttiva"*¹²⁸. Non sfugge, infatti, che in una prospettiva sistemica la percezione dei confini (spaziali) dell'impresa non possa prescindere dalla considerazione d'insieme di tutte le sue componenti, stante il principio olistico dei sistemi per cui *"il tutto è maggiore della somma delle parti"*¹²⁹: la considerazione

¹²⁶ Si rimanda, tra gli altri, a: Onida (1951), 336 ss.; Zappa (1956), 327 ss.; più in generale, Cattaneo (1963); Amaduzzi (1969); Cavalieri (1981).

¹²⁷ Cfr. Zappa (1956), 327.

¹²⁸ Cfr. Corticelli (1998), 124.

¹²⁹ Come noto, tale è la proprietà olistica dei sistemi, per la cui trattazione si rimanda a Mazzoni (1999). A questo riguardo, pare utile un'ulteriore autorevole precisazione: "[n]ella economia di

isolata delle singole componenti aziendali sarebbe in grado di fornire una rappresentazione solo parziale dell'intero.

La dimensione, che i vari "parametri" contribuiscono a delimitare, si compone di connotati sia tecnico-quantitativi, sia qualitativi, le cui rappresentazioni, se considerate isolatamente, non sono di per sé significative, dovendo misurarsi congiuntamente e con riferimento al complesso dei rapporti che regolano lo svolgersi dell'attività aziendale, tanto all'interno dell'azienda quanto fra questa e l'ambiente esterno. In altri termini, la traduzione numerica di un singolo parametro dimensionale non è sufficiente di per sé a determinare compiutamente la dimensione di un'impresa, ma la sua analisi deve essere supportata da una conoscenza sia qualitativa dell'azienda sia del contesto ambientale di riferimento, vale a dire: del mercato, dei clienti, della concorrenza, dei canali distributivi, del progresso tecnologico e della legislazione vigente.

A questo proposito, pare il caso di rammentare che il tema della dimensione aziendale suscita un certo interesse anche a livello istituzionale; basti pensare che il Ministero dello Sviluppo Economico, con il Decreto direttoriale 4 ottobre 2005, ha costituito la "Commissione per la determinazione della dimensione aziendale ai fini della concessione di aiuti alle attività produttive", al fine di esaminare le problematiche connesse all'applicazione dei criteri e delle modalità per la determinazione della dimensione aziendale, ai fini della concessione di aiuti alle attività produttive, di cui al D.M. 18 aprile 2005. Tale provvedimento risponde, a sua volta, all'esigenza di fornire indicazioni in merito alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese contenuta nella raccomandazione della Commissione europea 2003/361/CE del 6 maggio 2003. La Commissione del MISE esamina periodicamente le problematiche formalmente sottoposte esclusivamente

azienda il sistema economico delle produzioni e dei consumi, dei risparmi e degli investimenti appare tanto legato da relazioni e da dipendenze reciproche che i diversi elementi dell'intero sistema risultano quasi subordinati a un unico generale ordinamento e non sono suscettibili di consapevole indagine che riconoscondone la pervadente unità" (Zappa (1956), 207). L'apprezzamento delle caratteristiche aziendali, o dell'impresa, risulta, pertanto, necessariamente "subordinato" alla loro considerazione come parte di un ordine unitario, così che l'indagine circa gli aspetti dimensionali non può parimenti prescindervi.

da amministrazioni pubbliche, centrali e locali, da soggetti coinvolti nei procedimenti per la concessione di aiuti alle attività produttive.

Prima di dar corso alla discussione sui “parametri” che caratterizzano la dimensione dell’azienda (e in un’ottica di continuità rispetto al citato riferimento all’attenzione istituzionale alla tematica in esame), vale ancora la pena soffermarsi su alcune implicazioni pratiche della dimensione aziendale; è pertanto utile citare il commento (datato, ma ancora attuale) di Enzo Rullani all’Indagine annuale sulle medie imprese industriali italiane del 2003 di Unioncamere e Ufficio Studi di Mediobanca, da cui emerge la consapevolezza che al di sotto di certe dimensioni appare problematico avviare processi di ricerca e da cui derivano “*forme originali di organizzazione industriale e di servizio al cliente*”¹³⁰, quali nello specifico la filiera. In linea con questo approccio, si rivelano le Considerazioni Finali del Governatore della Banca d’Italia, del 31 maggio 2007, secondo cui “*Resta cruciale la dimensione delle imprese. Occorre una scala dimensionale adeguata per affrontare gli alti costi fissi dell’innovazione continua e della presenza attiva su mercati lontani; ancor più che negli impianti di produzione, la scala conta negli apparati che innovano il prodotto, che alimentano la visibilità e la reputazione del marchio, che organizzano la produzione*”.

2.2.1 I “parametri” dimensionali dell’azienda

La determinazione della dimensione aziendale passa dunque attraverso l’apprezzamento congiunto delle manifestazioni proprie di ciascuna combinazione ordinata di fattori che compongono l’azienda. La posizione dominante nella dottrina italiana classica può essere fatta risalire allo Zappa, laddove sostiene che: “*Tra le condizioni prime o tra i fattori essenziali che appaiono dominanti rispetto alle strutture, alle combinazioni produttive e quindi alle dimensioni d’impresa, si notano soprattutto la struttura, l’ampiezza e gli andamenti dei diversi mercati di incetta dei fattori produttivi e di sbocco dei prodotti*”¹³¹.

Una prima e significativa, seppur statica, analisi della realtà dimensionale dell’azienda si confronta dunque con l’estensione dei suoi *parametri strutturali*,

¹³⁰ Cfr. Rullani (2004), 61.

¹³¹ Cfr. Zappa (1956), 336.

vale a dire dei *fattori della produzione* destinati ad essere utilizzati nelle combinazioni produttive e del modo in cui essi si combinano fra loro.

Il *fattore umano*, in questo contesto, è generalmente riconosciuto quale misura della dimensione aziendale: il più delle volte si fa riferimento al totale degli addetti, ossia al numero di lavoratori indipendenti e dipendenti con contratto di lavoro subordinato mediamente presenti in azienda nell'anno di riferimento, altre volte agli addetti a compiti esecutivi, altre volte ancora a quanti sono adibiti a funzioni direttive. L'impiego del fattore umano risente in vario modo, sia dal lato qualitativo sia da quello quantitativo, del grado di meccanizzazione e automazione della gestione, pertanto, se considerato singolarmente, esso non sempre è indicativo dell'ampiezza della dimensione; per questo motivo, si riconosce una certa utilità alla considerazione del fattore lavoro nei termini del numero dei soggetti operanti nell'azienda con funzioni direttive, che sono normalmente distribuite tra un numero abbastanza rilevante di persone quando *“la configurazione diviene notevole o, almeno, non essendo possibile in tali condizioni uno spiccato accentramento”*¹³².

Anche la *capacità produttiva degli impianti* è dotata di una certa rilevanza nella ricerca dei parametri dimensionali dell'azienda attraverso l'analisi dei fattori della produzione, pur a fronte della necessità di coniugarla con altri coefficienti strutturali. La capacità delle attrezzature di operare, intesa in termini quantitativi, qualitativi e di tempo d'impiego, nonché in termini di rapporti instaurabili con altri fattori strutturali, si riflette sul volume di produzione che l'azienda può svolgere, ossia sull'entità delle vendite che essa *può* effettuare. Tuttavia, non sempre la capacità produttiva disponibile viene interamente posta in atto; non di rado, infatti, l'azienda è dotata di impianti che, per motivi fisiologici o patologici, oppure per entrambi, non è in grado di adoperare appieno, né in maniera costante. Pertanto, la valutazione sul piano economico delle aliquote di capacità produttiva deve essere compiuta con attenzione, poiché potrebbe distorcere la reale estensione dimensionale dell'azienda.

Oltre al lavoro umano e a quello meccanico, vi sono altri fattori strutturali in grado di esprimere la dimensione dell'unità produttiva: è tale, ad esempio,

¹³² Cfr. Corticelli (1998), 126.

l'approvvigionamento di materie da assoggettare a trasformazione, che può misurarsi avendo riguardo tanto alle quantità fisiche, quanto agli investimenti di mezzi finanziari necessari. Gli approvvigionamenti effettuati contribuiscono, anche se in modo sommario e non definitivo, a caratterizzare la dimensione aziendale, ma devono essere considerati nell'ambito della politica delle scorte, di produzione e vendita che l'azienda attua nel corso del tempo.

Pur ammettendone i limiti, i fattori di produzione sono comunemente ritenuti parametri dimensionali aventi un certo significato nella loro espressione monetaria, che compone il capitale di funzionamento, e rappresenta l'entità degli investimenti in fattori a lungo termine. Il capitale di funzionamento si identifica con l'insieme degli elementi destinati all'operatività caratteristica e la sua analisi va oltre la sola espressione quantitativa degli impieghi di capitale a servizio della gestione, dovendosi indagare anche la struttura, ossia la modalità con cui essi sono attuati. È infatti l'esistenza di relazioni funzionali tra gli investimenti che concorre alla formazione del potenziale operativo dell'unità economica e non già la mera consistenza monetaria (o numeraria); infine, non di rado, l'entità degli impieghi è studiata congiuntamente ed in funzione delle corrispondenti fonti, che si è soliti distinguere, in base alla loro provenienza, fra i fondi propri - che si identificano nel capitale sociale o nel capitale (*rectius* patrimonio) netto - e quelli derivanti da terzi. In questo contesto, i fondi di terzi a lunga scadenza sono considerati piuttosto significativi, soprattutto in un'ottica di continuità, in quanto hanno normalmente vocazione di fronteggiare gli investimenti di carattere pluriennale, insieme con le raccolte a titolo di capitale.

Un ulteriore parametro strutturale cui è possibile fare riferimento nella ricerca sulla dimensione dell'azienda, specialmente quale elemento di mediazione, è la *corporate governance*. Secondo alcuni autori, il rapporto fra proprietà e direzione, e cioè lo stile di gestione, è rilevante per individuare i tratti peculiari di aziende di diversa dimensione: la semplice coincidenza tra proprietà e controllo è talvolta considerata indicatore dimensionale, per cui *“l'azienda è piccola perché è governata con stili personalistici da uno o pochi soggetti in regime di indipendenza giuridica da altre organizzazioni, talora più articolati in relazione agli stadi del*

ciclo di vita propri dell'impresa"¹³³. In questo senso, la struttura organizzativa adottata, specialmente con riferimento all'identificazione dei soggetti a cui formalmente o informalmente compete la funzione di indirizzo strategico, nonché i medesimi obiettivi strategici, può considerarsi un carattere dimensionale distintivo¹³⁴.

L'indagine sulla dimensione dell'azienda può dunque limitarsi all'apprezzamento della struttura produttiva di cui dispone l'azienda in un dato momento. In altri termini, “[g]li aspetti dimensionali di struttura, riguardanti i singoli fattori e la loro combinazione, esprimono pertanto la potenzialità operativa dell'unità a cui si riferiscono”¹³⁵; tuttavia, è evidente che la “potenzialità operativa” è messa variabilmente in atto quale conseguenza della “*composizione delle forze interne ed esterne*”¹³⁶ che incidono sulla combinazione dei fattori della produzione.

Per questo motivo, al fine di apprezzare la dimensione aziendale nel suo complesso, si rende necessario indagare l'azienda secondo parametri operativi, cioè concernenti il suo funzionamento. L'analisi sull'effettiva attività svolta si avvale generalmente di indicatori che possono ricondursi alla capacità produttiva, come: il volume delle vendite (i.e. fatturato) o il valore aggiunto, che, comunque, non trascurano gli aspetti inerenti alle strutture produttive interne. A prescindere dall'indicatore di misurazione, la capacità produttiva riflette, infatti, la “potenzialità operativa”, ossia: la capacità di lavorazione dei reparti, la struttura dei processi di produzione, nonché la strategia commerciale seguita in base al rapporto con l'esterno, nei suoi aspetti di breve, medio e lungo termine. Anche in questo caso, l'utilizzo di tali indicatori quale strumento di misurazione della dimensione aziendale esige cautela, soprattutto quando questi siano espressi in forma monetaria: ad esempio, un aumento dei ricavi dalle vendite può essere imputabile solo parzialmente ad un maggior quantitativo collocato, dovendo la variazione attribuirsi anche ad una fluttuazione del valore della moneta.

¹³³ Cfr. Marchini (1995), 88.

¹³⁴ A tal proposito, si rimanda alla trattazione proposta da Iacoviello, G. & Zarone, V. (2017).

¹³⁵ Cfr. Corticelli (1998), 131.

¹³⁶ Cfr. Giannessi (1960), 244.

Talora si fa riferimento ad altri elementi rappresentativi dell'attività svolta, quali l'entità dei costi di periodo o di alcune classi di essi, il risultato di periodo, oppure il dividendo erogato; si tratta, tuttavia, di elementi caratterizzati da una sempre inferiore significatività in via autonoma, o comunque da sempre maggiore difficoltà di interpretazione: ad esempio, la corretta attribuzione dei costi di periodo a specifici fattori di produzione risente sovente delle incertezze tipiche del processo valutativo e delle politiche che sovrintendono alla formazione del bilancio. Inoltre, il risultato di periodo (inteso come variazione del capitale dovuta ai fenomeni di gestione) risente delle medesime variabili, oltre che delle contingenze in cui l'impresa opera; per cui risulta scarsamente indicativo, se non viene ricollegato alle condizioni economiche a lungo termine del sistema aziendale.

Alla luce di tali limitazioni, si è soliti considerare congiuntamente gli indicatori strutturali e di funzionamento; l'entità del fatturato e il numero di dipendenti, oppure il numero degli occupati e la struttura, o l'entità dei mezzi impiegati dall'azienda, possono infatti esprimere il concetto di dimensione in modo (più) significativo. Con riferimento a quest'ultima coppia di indicatori, si osserva che la posizione e le strategie finanziarie differenziano le aziende e che l'entità e la qualità del rapporto con gli istituti di credito rappresentano fattori rilevanti per interpretare la dimensione aziendale; prova ne è che nell'erogazione del credito, su cui hanno impattato negli anni le regole di Basilea, incide la rilevanza della specificità dimensionale.

A questo punto, occorre ancora rilevare che il rapporto tra azienda e ambiente, e in particolare il *potere d'incidenza* che la prima ha sul secondo, è adottato come indicatore della dimensione aziendale. Tale considerazione si traduce generalmente nella misurazione della *quota di mercato*, per cui un'impresa di piccole dimensioni avrà una quota di mercato relativamente ridotta. In questo senso, si riconosce una certa correlazione positiva fra la possibilità di influire sull'ambiente esterno e la quota di mercato, ipotizzando che all'aumentare di quest'ultima l'impresa assuma una posizione attiva rispetto all'esterno. Nel paradigma sistemico, l'impresa - in qualità di sistema aperto - interagisce infatti con l'ambiente in cui opera, subendone l'influsso, ossia limitandosi a cogliere in esso le proprie possibilità vitali, così come queste si presentano, oppure esercitandovi un certo potere di controllo e

orientamento delle variabili esistenti. Gli aspetti dimensionali riguardanti il rapporto con l'ambiente non possono essere individuati autonomamente rispetto a quelli di struttura e operativi, poiché i primi derivano in gran parte dai secondi, pur se non è possibile intendere tale relazione in senso assoluto¹³⁷.

A prescindere dagli indicatori adottati, l'analisi della dimensione aziendale non può astrarsi dalla consapevolezza che la configurazione dimensionale attribuita ad una certa unità produttiva è relativa¹³⁸ e deve, perciò, essere osservata in funzione del settore operativo nel quale essa agisce¹³⁹ e delle condizioni di spazio e di tempo in cui l'analisi viene compiuta.

La dimensione è, pertanto, un "modo di essere" degli investimenti effettuati nell'azienda e delle operazioni che essa svolge e deve considerarsi congiuntamente agli aspetti qualitativi e temporali che concorrono a determinare la struttura e la dinamica dell'unità produttiva; l'apprezzamento delle caratteristiche dimensionali non può, comunque, prescindere dal confronto con uno degli elementi essenziali dell'azienda, ossia il carattere di *economicità* dell'agire d'impresa. In ambito operativo, il profilo dimensionale della combinazione dei fattori della produzione deve contribuire alla formazione di una struttura capace di operare in termini di convenienza economica¹⁴⁰; per questo, i parametri dimensionali devono essere

¹³⁷ Corticelli (1998) chiarisce questo aspetto: "*Va considerato, inoltre, che non bastano mezzi più o meno ragguardevoli, pur se aventi determinati requisiti, e un'attività più o meno estesa: occorre piuttosto che il soggetto decisionale sappia elaborare, in conformità di un attento studio attuale e probabilistico, una strategia capace di rendere presenti nell'unità e avvalorare in maniera opportuna le risorse necessarie per consentire a questa di assumere una data posizione nel contesto in cui è inserita*" (p. 135). A ben guardare, un altro esempio dell'interconnessione fra i diversi "parametri" è ravvisabile nella politica delle scorte, la cui rilevanza non è scollegata da quelli che Zappa (1956) ha definito "*gli andamenti dei diversi mercati di incetta dei fattori produttivi e di sbocco dei prodotti*": la varia costituzione di scorte, in adatte quantità e qualità, è infatti funzionale ad adeguare l'andamento della produzione al variare della domanda.

¹³⁸ Sul punto, si sofferma anche Zappa (1956): "*Si parla comunemente di grandi o vaste, di medie e di piccole imprese. La distinzione è sempre relativa a mutevoli circostanze di dati tempi e di dati ambienti; ha sempre limiti molto incerti*" (p. 323).

¹³⁹ In proposito, si veda *inter alia* Iacoviello & Zarone (2017), secondo cui, nello specifico: "*Il riferimento al settore appare fondamentale per attuare significativi confronti di dimensione e, quindi, apprezzare per ognuna delle aziende l'inserimento sui mercati d'incetta o di sbocco: non si può procedere alla valutazione di un carattere aziendale prescindendo dalle relazioni che l'azienda medesima intrattiene con le altre, e quindi da una loro considerazione mediante comparazioni*" (p. 122).

¹⁴⁰ "*Ciò che conta nella vita delle aziende non è il tonnellaggio prodotto o esportato, il numero degli operai occupati o le manifestazioni folcloristiche che caratterizzano l'inaugurazione dello stabilimento, ma l'economicità degli andamenti*" (cfr. Giannessi (1969), 563).

trattati in termini segnatamente economici, ossia sul piano della convenienza per il sistema produttivo. Al fatturato, ad esempio, si è soliti attribuire speciale importanza tra i parametri operativi ai fini dell'indagine dimensionale, ma la sua valutazione spiegherebbe minimamente l'economicità delle vendite, se effettuata prescindendo dai costi ai quali corrisponde: infatti, l'economicità poggia sul rapporto che sussiste fra i costi, il volume di produzione e i prezzi d'offerta, considerando l'influenza dei caratteri qualitativi dei beni, oltre a quella appunto del prezzo praticato, sulla risposta dei consumatori. Allo stesso modo, il risultato di periodo non risulta sufficientemente indicativo delle condizioni di equilibrio durevole dell'azienda, ove non interpretato in relazione alle circostanze spazio-temporali e alla loro probabile evoluzione, e così via¹⁴¹.

È in questo solco che si pone la discussione (in sede accademica, ma non solo) circa le condotte strategiche sui caratteri dimensionali dell'impresa, ormai da tempo oggetto di intense speculazioni. L'attenzione della ricerca, nello specifico, si è focalizzata sull'adeguato assetto dimensionale dell'azienda, per cui attualmente è accettata l'idea che si debba superare (alla luce dell'ineluttabile processo di globalizzazione) il concetto di "piccolo è bello", a favore della ricerca della dimensione "ottimale" che consenta all'azienda di conciliare: flessibilità, innovazione e capacità di competere sui mercati interazionali¹⁴². Il rapporto di "ottimo" nella dimensione aziendale ammette, in ogni caso, un certo livello di "astrazione" e va ricercato in relazione all'equilibrio della gestione, ossia al vincolo di economicità duratura¹⁴³; dovendosi poi confrontare con condizioni sempre mutevoli, non può mai dirsi definitivamente raggiunto¹⁴⁴. Non sfugge, infatti, che *"i fattori ai quali soggiacciono le dimensioni d'impresa sono gli stessi, tanto numerosi e mutevoli, ai quali ubbidisce la scelta dei processi produttivi convenienti"*

¹⁴¹ Per approfondimenti sul tema, si rimanda alla trattazione di Corticelli (1998), 140 ss.

¹⁴² Di Mascio (2008), 39 ss.

¹⁴³ *"Più semplicemente e con un notevole contenuto di relatività si tratta d'individuare la dimensione che può essere ritenuta più conveniente nel caso specifico, secondo il modo in cui si pensa possa essere utilizzata e sostenuta, appunto sul piano economico"* (Corticelli (1998), 142).

¹⁴⁴ *Ciò sembra emerge piuttosto chiaramente se si si ammette, come è logico che accada, che - ancor prima della dimensione "ottima" - "[i]l problema delle convenienti dimensioni d'impresa è insomma un problema sempre in atto, che si converte nella continua ricerca di convenienti cambiamenti nelle combinazioni produttive già attuate e nelle dimensioni raggiunte"* (Zappa (1956), 348).

*e delle loro convenienti combinazioni, per il conseguimento dei più fruttuosi risultato nel lungo andare*¹⁴⁵.

In conclusione, vale ancora la pena soffermarsi sull'interpretazione istituzionale della dimensione aziendale, fornita dalla Commissione Europea e formalizzata nella Raccomandazione 2003/361/CE. A tal proposito merita considerare quanto esplicitato al Considerando 4: *“Il criterio del numero degli occupati (in prosieguo «il criterio degli effettivi») rimane senza dubbio tra i più significativi e deve imporsi come criterio principale; tuttavia l'introduzione di un criterio finanziario costituisce il complemento necessario per apprezzare la vera importanza di un'impresa, i suoi risultati e la sua situazione rispetto ai concorrenti. Non sarebbe però auspicabile prendere in considerazione come criterio finanziario solo il fatturato, dato che il fatturato delle imprese nel settore del commercio e della distribuzione è normalmente più elevato di quello del settore manifatturiero. Il criterio del fatturato deve quindi essere considerato unitamente a quello del totale di bilancio, che riflette l'insieme degli averi di un'impresa, ed uno dei due criteri può essere superato”*. Anche in questo caso, la dimensione dell'azienda assume un'accezione assolutamente poliedrica ed è riconosciuta l'impossibilità pratica di individuare un parametro univoco in grado di spiegare compiutamente l'estensione dimensionale del fenomeno imprenditoriale; a ciò si aggiunge la consapevolezza che l'osservazione dei diversi parametri risente del contesto operativo proprio di ciascuna entità economica, come nel caso del fatturato delle imprese manifatturiere o della distribuzione¹⁴⁶.

La rappresentazione sin qui delineata consente di percepire l'irriducibile complessità che soggiace all'identificazione della dimensione aziendale; la variegata composizione dei “parametri” esplicativi richiamati, infatti, difficilmente conduce alla composizione di un criterio univoco di classificazione che conservi nel tempo e nello spazio validità e attendibilità¹⁴⁷. Eppure, la formazione di classi omogenee di aziende sulla base di tali “parametri” può contribuire a ridurre ad

¹⁴⁵ Zappa (1956), 349. Nel medesimo contributo, lo Zappa definisce il problema dell'ottima dimensione come *“di convenienza economica comparata”* (p. 357).

¹⁴⁶ Per una autorevole, quanto risalente, considerazione delle differenze dimensionali dell'impresa nei diversi settori produttivi, si rimanda a Zappa (1956), 353 ss.

¹⁴⁷ Sul punto si veda, *inter alia*, Iacoviello (2012).

uniformità alcuni dei fattori endogeni ed esogeni che agiscono sull'azienda, consentendo con ciò di incrementare la comprensione dell'estensione dell'impresa¹⁴⁸.

2.2.2 La dimensione aziendale per le imprese familiari: alcune evidenze empiriche

Nelle considerazioni precedenti, si è brevemente accennato al ruolo di alcuni elementi di *corporate governance*, quali fattori discriminanti per la dimensione dell'azienda. Nello studio sulle imprese familiari, tale isolato apprezzamento, unitamente all'adozione di una definizione che limita il novero di tali imprese a quelle dove la gestione è in mano unicamente agli esponenti della famiglia, hanno persuaso molti ricercatori che le aziende familiari sono solo di piccole dimensioni. Fin dagli studi classici di teoria generale dell'impresa, infatti, è possibile riscontrare l'orientamento dominante che considera le imprese familiari come inevitabilmente destinate a mantenere dimensioni piccole e medie, sulla base dell'assunto che, col passare del tempo, diventa impossibile per una o poche famiglie investire capitale proprio in misura sufficiente a che l'impresa raggiunga e mantenga dimensioni elevate¹⁴⁹. Tale considerazione secondo Corbetta (2010) è una "falsa credenza", dal momento che *"le aziende dove la natura familiare della proprietà esercita una qualche influenza non sono solo quelle di piccole dimensioni"*¹⁵⁰.

L'associazione "impresa familiare" / "dimensione piccola o media" non è necessariamente automatica, dal momento che tanto nella realtà italiana, quanto in quella interazionale, si contano numerosi gruppi finanziari o industriali riconducibili a una singola famiglia che ne detiene il controllo di fatto, o quantomeno il coordinamento strategico¹⁵¹. L'assimilazione tra le due categorie

¹⁴⁸ A questo proposito, Zappa (1956) precisa *"Ma, affinché le dimensioni d'impresa e il volume dei suoi affari o delle sue produzioni siano dichiarati nel loro significato concreto, è necessaria una classificazione consapevole dei dati considerati in gruppi sufficientemente omogenei, atta a chiarire il cosiddetto senso delle quantità con la nozione delle diverse specie di operazioni che richiedono investimenti di capitale, tempi di svolgimento e corsi tanto dissimili, sebbene complementari per la loro intima coordinazione"* (p. 334).

¹⁴⁹ In questo senso si veda, fra l'altro, Chandler et al. (1990). Tale considerazione pare, peraltro, viziata sul piano logico poiché troverebbe fondamento sull'assunto, tutto da verificare e comunque non assiomatico, che un'impresa familiare non possa che avvalersi di apporti di capitale di rischio provenienti (per di più) dai soci familiari, come se non esistessero fonti diverse.

¹⁵⁰ Cfr. Corbetta (2010), 3.

¹⁵¹ Per un approfondimento sul punto si consideri International Family Enterprise Research Academy (2003).

concettuali è, anzi, fortemente contestata da diversi studiosi, che - sebbene in linea di principio concordino sul fatto che “*non esiste sovrapposizione concettuale tra piccola impresa ed impresa familiare*”¹⁵², si imbattono nondimeno nella percezione diffusa e negli approcci di ricerca in cui vige una “*intersezione tra la categoria di azienda familiare e la categoria di piccola azienda*”¹⁵³.

Tale “falsa credenza” a ben vedere potrebbe essere vinta qualora si indagasse la questione dimensionale considerando tutti i caratteri ad essa attinenti, che - come rappresentato dallo Zappa (1956) - “*sono legati da mutua dipendenza a tutte le altre circostanze che definiscono la produzione nei suoi diversi momenti e nei suoi diversi stadi*”, non ignorando la relatività della configurazione dimensionale¹⁵⁴. Le indagini circa le caratteristiche dimensionali dell’impresa familiare dovrebbero perciò avvenire nel confronto con le altre imprese, così da poter apprezzare adeguatamente le peculiarità riconducibili alle condizioni ambientali in cui opera l’impresa familiare¹⁵⁵.

Giova a questo punto riportare alcune evidenze empiriche delle caratteristiche dimensionali delle imprese familiari, rispetto alle altre fattispecie. A livello comunitario, Mandl (2009) ha sostenuto che “*some of the largest European companies are family businesses*”. Ad esempio, in Lussemburgo, Norvegia e Svezia circa il 30 % delle aziende di più grandi dimensioni sono aziende a conduzione familiare; in Belgio, questa quota raggiunge quasi il 50 %; inoltre, circa il 37 % delle aziende di Fortune 500¹⁵⁶ sono aziende familiari; la quota sale a quasi il 45 % se si considera il campione di Fortune 1000¹⁵⁷; a tale evidenza si affianca, in ogni

¹⁵² Cfr. Del Bene (2012), 79.

¹⁵³ Cfr. Anselmi & Marinò (1999), 25. Corbetta (2010), in merito, precisa che “*sostenere che le aziende familiari sono solo di piccole dimensioni è un errore che sottovaluta largamente la presenza delle aziende familiari e che, soprattutto, non consente di comprendere appieno le ragioni della persistenza di questo modello di controllo tra le imprese di ogni dimensione*” (p. 5).

¹⁵⁴ Sul punto si rimanda all’estesa trattazione di Corticelli (1998).

¹⁵⁵ Corbetta (2010) sostiene che “*Le false credenze sono talvolta la conseguenza di un disegno ideologicamente viziato di qualche ricercatore, opinion maker o policy maker che le propone, ma più di frequente sono il risultato non voluto del particolare punto di vista impiegato o di una vis apologetica non necessaria*” (p. 3).

¹⁵⁶ V. International Family Enterprise Research Academy (2003).

¹⁵⁷ V. Miller et al. (2010).

caso, la constatazione che *“the family business sector is dominated by SMEs, and particularly by micro enterprises with less than 10 employees”*¹⁵⁸.

Con riferimento all'Italia, secondo i dati dell'Osservatorio AUB¹⁵⁹, fra le 15.495 aziende con fatturato superiore ad Euro 20 milioni, il 65% è a controllo familiare e in esse sono impiegati quasi il 50 % del totale dei dipendenti del campione. La seconda classe più rappresentata nel campione, le filiali italiane di multinazionali, copre solamente il 17,2% del totale, pari a circa 1/4 delle imprese familiari; tale rapporto, a ben vedere, potrebbe scendere ulteriormente, se si considera che almeno un certo numero delle multinazionali con filiale in Italia è a sua volta un'azienda a controllo familiare. A ciò si aggiunge che le imprese familiari con fatturato superiore ad Euro 50 milioni sono maggiori a livello numerico del totale delle filiali di imprese estere del campione, segnando la predominanza assoluta di questa fattispecie.

Alcuni autori - pur allineandosi con la dottrina maggioritaria secondo cui *“non esiste alcuna pretesa di identificazione del family business nella piccola o media dimensione”* - hanno sostenuto che *“la dimensione [...] costituisce un fattore che, unitamente ad altri, qualifica l'azienda familiare. [...] tenuto conto della molteplicità dei fattori che essa accoglie e della capacità di misurazione di ciascuno di essi, porta già a distinguere, a nostro parere, tra differenti tipi di family business”*¹⁶⁰; in questo senso, sembrerebbe potersi ravvisare un'impostazione che suggerisce che l'impresa familiare può distinguersi per un determinato e peculiare assetto dimensionale, tanto esternamente (ossia nel confronto con le imprese non familiari), quanto internamente (ossia all'interno della categoria delle imprese familiari). In altri termini, la dimensione - quale espressione di una molteplicità dei fattori - costituirebbe per l'impresa familiare un fattore distintivo interspecifico e intraspecifico; tuttavia, alla luce sia delle assorbenti considerazioni dedotte da autorevole dottrina sia delle evidenze empiriche, si ritiene che tale affermazione risulti inadeguata a descrivere il rapporto logico che lega la natura familiare e

¹⁵⁸ Cfr. Mandl (2009), 48.

¹⁵⁹ I dati della IX edizione dell'Osservatorio AUB sulle aziende familiari italiane si riferiscono all'esercizio 2016.

¹⁶⁰ Cfr. Iacoviello (2012), 22.

l'assetto dimensionale dell'impresa. In alternativa, al posto di "inadeguata" si potrebbe parlare di un'osservazione "scontata", considerando che le imprese, a prescindere dalla loro natura (la dimensione concorrerebbe a qualificare l'azienda familiare, nonché a distinguere tra differenti tipi di family business), si differenziano per un diverso assetto dimensionale.

2.3 La crescita dell'azienda

2.3.1 Considerazioni teoriche sulla crescita dell'azienda: la posizione della dottrina economico-aziendale italiana

Nel presente lavoro si è più volte argomentato che l'*aziendalità* racchiude una serie di caratteri fortemente interrelati, quali: a) la *continuità*, che presuppone a sua volta l'imprescindibile capacità di adattamento alle mutevoli condizioni interne ed esterne al sistema; b) l'*economicità*, che si identifica nella condizione di equilibrio del sistema operativo¹⁶¹. Il secondo carattere è indispensabile per la sussistenza del primo, ma può realizzarsi nel tempo con livelli di efficacia e stabilità minori o maggiori e ciò si riflette sul "modo" in cui il sistema perdura; vi sono, perciò, fasi nelle quali l'azienda si limita a sopravvivere ed altre in cui la sua vita si esplica con maggiore pienezza. È in questi termini che si è soliti delineare il concetto di crescita o sviluppo dell'azienda, vale a dire come una particolare "espressione" della vitalità del sistema.

Il fenomeno della crescita non si limita tanto agli aspetti dimensionali, in un certo senso esteriori, quanto piuttosto si sviluppa dalla condizione di equilibrio durevole del sistema, nei suoi aspetti finanziari ed economici. In altre parole, "*se con il termine sviluppo si intende il continuo miglioramento dell'impresa lungo tutte le dimensioni del suo articolato finalismo, ad evidenza ciò può avvenire sia in costanza di dimensione dell'impresa, sia al variare della stessa*"¹⁶². Occorre comunque rilevare che, non di rado, la ricerca delle combinazioni e dei processi

¹⁶¹ Sul punto pare interessante citare un passaggio di Corticelli (1998), secondo cui "*Il perdurare della vita aziendale in situazioni sempre differenti richiede, sul piano economico, il mantenimento dell'equilibrio nel variare dei suoi termini: la continuità — sia per il complesso operativo sia per l'equilibrio che ne è condizione di vita — è da ricercare nel mutamento*" (p. 162).

¹⁶² Cfr. Corbetta (1995), 71. Lo stesso precisa che "*Un'impresa che, per varie ragioni, non subisca un processo di crescita dimensionale, può comunque svilupparsi sul piano della professionalità, dell'efficienza, dell'innovatività*" (*idem*).

produttivi più convenienti (che sono parte integrante dello sviluppo dell'impresa), impone la variazione delle dimensioni dell'impresa. L'aumento dimensionale può, dunque, essere considerato una condizione necessaria, ma non sufficiente, per osservare un fenomeno di crescita, che esige un'evoluzione delle condizioni di equilibrio dell'unità economica.

In questa ottica, l'ampliamento dimensionale deve concorrere a migliorare l'equilibrio economico dell'azienda, non solo a mantenerlo; tale ultima condizione rappresenta, infatti, un'espressione della vitalità dell'impresa ridotta alla sola sopravvivenza, che non risulta compatibile con il vincolante carattere di *aziendalità*, che attrae l'attività di gestione verso i caratteri di continuità e economicità¹⁶³.

Una variazione positiva nell'assetto dimensionale contribuisce a configurare il fenomeno di crescita quando è parte di una più complessa politica di gestione, che poggia “*sull'innovazione, inoltre, sulla diversificazione degli interessi produttivi*”¹⁶⁴ e consente pertanto di instaurare un collegamento tra azienda e ambiente esterno; in questo caso, il miglioramento dell'equilibrio dipende da strutture dei costi e ricavi del tutto diverse, che permettono un rapporto più favorevole tra le componenti economiche.

All'opposto, in assenza di una giustificazione in termini di convenienza, l'ampliamento dimensionale che non si rifletta in un miglioramento dell'equilibrio del sistema diviene un peso e non si configura come fattore d'economicità, bensì di disequilibrio¹⁶⁵; ciò può essere ricondotto a svariate cause, fra cui: l'insufficienza dei mezzi, l'incapacità da parte del sistema di sostenere lo sforzo di produzione e

¹⁶³ Ancora una volta il lavoro di Corticelli risulta pietra miliare per comprendere al meglio la tematica che qui ci occupa: “[l]a sopravvivenza è il «minimo» che all'azienda, fenomeno di tempo, si possa chiedere e, proprio per questo, le condizioni su cui si basa, accettabili in date circostanze, non possono essere l'obiettivo di fondo di chi amministra” (p. 180).

¹⁶⁴ Cfr. Corticelli (1998), 188.

¹⁶⁵ Politiche di gestione idonee a migliorare l'equilibrio “*richiedono sempre modificazioni strutturali e dinamiche ma, dal punto di vista dimensionale, possono risolversi in un ampliamento, una contrazione o non avere effetti apprezzabili*” (Corticelli (1998), 189). È proprio sulla base di tale apprezzamento che si giustifica l'osservazione ampiamente commentata in letteratura, che “*si esercitano profittevolmente imprese di assai diverse dimensioni; anzi le dissimili dimensioni correlative a combinazioni e a processi diversi e a strutture patrimoniali e organiche difformi sono condizione di più fruttuosa vita*” (Zappa (1956), 361). In questo senso si vedano anche Corbetta (1995), 71-72, nonché Bienaymé (1971), 9 ss.

vendita, le modalità di attuazione delle operazioni, gli errori compiuti, le disarmonie provocate, o l'inadeguatezza della risposta del mercato, e altre ancora.

In questo senso, il miglioramento dell'equilibrio non è, *per se*, crescita o sviluppo dell'azienda, la quale, segnatamente, deve tendere a conservare e, possibilmente, migliorare le proprie condizioni vitali con adatte politiche di gestione e non, in linea di principio, ad ampliare le sue dimensioni¹⁶⁶.

A ben guardare, l'opportunità di definire una politica di gestione "avveduta", che consideri adeguatamente il contesto ambientale nel definire le prospettive di sviluppo dell'azienda, è tema noto alla letteratura economico-aziendale più classica, e non solo; Zappa, ad esempio, affronta la questione della dimensione aziendale nell'ambito della determinazione della produzione d'impresa, assumendo il carattere di economicità nella gestione: in altri termini, l'assetto dimensionale appare precipuo all'attuazione di "convenienti" processi produttivi, coordinati in adatte combinazioni; la medesima convenienza domina anche l'opportuna ed utile "*trasformazione di acconce strutture*"; tale postulato, in una lettura sistematica dell'impostazione teorica dell'Autore, sembrerebbe suggerire una sovrapposizione quasi genetica fra la scelta di aumentare le dimensioni e il perseguimento della convenienza economica intrinseca nella gestione dell'azienda. Ciò consente peraltro di connotare di un significato più ampio la considerazione che "[l]'*aumento delle dimensioni esige sempre un'accorta ponderazione di future tendenze, tra l'altro in quanto riflette l'accresciuta capacità di assorbimento dei mercati di sbocco a prezzi giudicati convenienti*"¹⁶⁷: l'istituzione di un collegamento tra azienda e contesto ambientale, nella definizione della politica di gestione, è dunque essenziale nella prospettiva tanto di un incremento dimensionale, quanto di un processo di sviluppo o crescita.

Anche fra gli studiosi nord-americani i processi di crescita e di sviluppo hanno occupato la ricerca accademica, su tutti (per citare quella che viene definita come la teoria più completa, adeguata e popolare sulla crescita¹⁶⁸) Penrose sostiene che "[s]*uccessul expansion must, in the usual case, be preceded by planning on the part*

¹⁶⁶ Cfr. Corticelli (1998), 191 ss.

¹⁶⁷ Cfr. Zappa (1956), 370.

¹⁶⁸ Cfr. McKelvie & Wiklund (2010), 261.

of the firm”¹⁶⁹. L’Autrice, pur riconoscendo una certa predisposizione naturale dell’impresa alla crescita, ritiene che questa dipenda dalle decisioni dei soggetti cui compete l’indirizzo strategico dell’impresa, la cui attività deve avvalersi di una pianificazione dotata di un sufficiente grado di fiducia¹⁷⁰. Tale impostazione “volontaristica” non risulta, in effetti, difforme da quella assunta dalla dottrina italiana; Corticelli, in questa prospettiva, precisa che “[n]on è pensabile infatti una crescita «spontanea» della combinazione. [...] si concreta pur sempre in un processo voluto dal soggetto aziendale in cui andamenti più validi, quanto a contenuto e proiezione temporale, sono perseguiti mediante una complessa politica di gestione che implica un avveduto ampliamento delle dimensioni”.

Allo stesso modo, l’apprezzamento sul fatto che la crescita dell’impresa impone l’instaurarsi di un nuovo equilibrio, dipendente da strutture di costi e ricavi del tutto diverse¹⁷¹, riflette un’interpretazione diffusa e ampiamente condivisibile che identifica nella discontinuità delle strategie dell’impresa una corretta modalità per affrontare il percorso di crescita¹⁷²; tale impostazione suggerisce di interpretare la discontinuità come un momento organizzativo necessario per la continuità dell’impresa.

Prima di procedere oltre, pare opportuno citare il contributo di Corbetta (1995), laddove egli propone - condividendo la distinzione tra lo sviluppo dell’impresa e la crescita dimensionale - un modello interpretativo degli stadi evolutivi dell’impresa, basato su una “matrice sviluppo/crescita”¹⁷³; in funzione dell’evoluzione dell’impresa lungo le direzioni dell’accrescimento delle dimensioni aziendali e del miglioramento della produttività è possibile distinguere fra: (1) imprese vocate alla “dominanza”, (2) imprese vocate alla “perfezione”, (3) imprese destinate al “declino” e (4) imprese alla ricerca della “grandezza”.

¹⁶⁹ Cfr. Penrose (1955), 532.

¹⁷⁰ L’Autrice esclude che qualsivoglia esperimento di pianificazione possa avere un grado di certezza, foss’anche “*that knowledge is perfect and that uncertainty is absent - assumptions that are useless and inappropriate in this context*” (Penrose (1955), 532).

¹⁷¹ Con le parole dello Zappa - la “*trasformazione di acconce strutture*”.

¹⁷² Sul punto si veda, *inter alia*, Di Mascio (2008), 39 ss.

¹⁷³ È possibile rinvenire un esempio di tale modello anche in Coda (1988).

Nelle imprese vocate alla “dominanza” e in quelle vocate alla “perfezione”, accomunate da un elevato tasso di sviluppo e distinte da un diverso tasso di crescita dimensionale, non si impone la ricerca di una determinata dimensione, ma si persegue l’obiettivo della crescita “*secondo criteri di gradualità coerenti con la natura di qualsiasi processo di apprendimento imprenditoriale e, altresì, con una certa prudenza*”¹⁷⁴.

Le imprese destinate al “declino”, in cui convivono bassi tassi di crescita dimensionale e di sviluppo della produttività, sono solite definire aprioristicamente le soglie dimensionali che vincolano il disegno imprenditoriale, con ciò trovandosi di fatto a rinunciare a validi disegni strategici di crescita, con il risultato di produrre “*una volontaria periferizzazione dell’impresa*”, che, nel tempo, non può che produrre effetti negativi sui risultati competitivi, economici e sociali¹⁷⁵.

Infine, le imprese alla ricerca della “grandezza”, caratterizzate da un basso tasso di sviluppo della produttività e da un elevato tasso di crescita dimensionale, perseguono l’obiettivo della crescita a prescindere da ogni altra condizione ambientale (soprattutto del contesto competitivo) o aziendale, sotto la spinta di svariati fattori, specialmente quelli derivanti da un’errata percezione della realtà¹⁷⁶. Tale approccio, secondo l’Autore “*se la crescita non si colloca all’interno di un disegno strategico coerente nei suoi elementi, può perfino aumentare la componente distruttiva di certi conflitti*”.

2.3.2 Una sintesi dei contributi internazionali sulla crescita delle aziende

Dopo aver delineato in maniera sintetica i confini dell’approccio teorico alla ricerca sul tema della crescita dell’azienda secondo la dottrina economico-aziendale italiana classica, è opportuno soffermarsi sull’evoluzione della letteratura in

¹⁷⁴ Cfr. Coda (1988), 156.

¹⁷⁵ Cfr. Corbetta (1995), 75.

¹⁷⁶ In effetti, la crescita “ad ogni costo” si accompagna, spesso, ad una errata valutazione sia delle risorse aziendali disponibili, in prevalenza organizzative e finanziarie, sia del grado di elasticità delle stesse e del potenziale di risposta dei concorrenti. Esistono altri elementi, diversi dagli errori di valutazione, che concorrono a definire l’atteggiamento tipico di questa categoria di imprese: valga d’esempio la convinzione che l’espansione, ampliando gli spazi per tutte le componenti del sistema, permette di diminuire i punti interni di conflitto; oppure il fatto che i successi passati portino a sottovalutare i cambiamenti che possono via via avvenire nelle diverse condizioni ambientali e aziendali.

materia; la ricerca si è, infatti, concentrata soprattutto sulle cause della crescita aziendale, individuandone i fattori scatenanti e frenanti, ma i risultati contrastanti cui essa è pervenuta gettano un'ombra di incertezza sulle reali capacità esplicative delle evidenze rilevate¹⁷⁷. Nonostante si ritenga corretto imputare tale indeterminazione alle differenze metodologiche tra gli studi¹⁷⁸, scarsa attenzione è stata in genere prestata agli effetti delle differenti metodologiche sui risultati della ricerca¹⁷⁹; a ciò si aggiunge la considerazione che la stragrande maggioranza dei ricercatori è stata impegnata a spiegare le differenze di crescita tra le imprese, non riconoscendo che potrebbero esserci differenze sostanzialmente qualitative in termini di “come” le imprese realizzano la crescita¹⁸⁰.

Procedendo con ordine e al fine di consentire un inquadramento sistematico alla trattazione sin qui presentata, risulta opportuno collocare i contributi della dottrina economico-aziendale italiana nell'ambito di una più ampia considerazione della letteratura in materia, ferma restando l'impossibilità di giungere ad una sua completa composizione; in particolare, si ritiene utile adottare la divisione dei contributi teorici proposta da Coad (2007)¹⁸¹. Nello specifico pare adeguato,

¹⁷⁷ Oltre ai contributi marcatamente teorici, non si può omettere di segnalare che l'attenzione dei soggetti istituzionali si è sovente tradotta in studi empirici di notevole interesse. In ambito italiano, è certamente questo il caso dell'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi condotta dalla Banca d'Italia, di cui è stato dato risalto nel Supplemento al Bollentino Statistico 2007. Nello specifico, la ricerca della Banca d'Italia ha evidenziato come sia percezione diffusa che la crescita aziendale è influenzata da tre ordini di fattori: le opportunità presenti sul mercato, le capacità di individuarle, valutarle, coglierle e valutarne gli effetti e, infine, la struttura finanziaria dell'impresa. Banca d'Italia (2007) riporta, in proposito, che “*Le imprese che si ritengono troppo piccole indicano nella carenza di risorse finanziarie l'ostacolo più rilevante alla crescita dimensionale; seguono le carenze di risorse manageriali e organizzative e, infine, i vincoli normativi o burocratici*” (p. 18). Corre l'obbligo di segnalare che, in questo caso, la ridotta dimensione può essere equiparata alla mancata crescita, o sviluppo.

¹⁷⁸ In proposito, Shepherd & Wiklund (2009) hanno concluso che “*researchers' choices among measures of growth and samples are important because they have the potential of influencing findings, and thus, these methodological choices have direct implications for knowledge accumulation*” (p. 121).

¹⁷⁹ Sul punto si rimanda a Weinzimmer et al. (1998), i quali sulla base di una ricerca empirica condotta su un campione di 193 aziende hanno rilevato “*that the significance of relationships between determinants and organizational growth, as well as amount of explained variance, depend on the specific approaches used to measure growth*”.

¹⁸⁰ Per approfondimenti si veda *inter alia*, McKelvie & Wiklund (2010).

¹⁸¹ Accanto ai contributi di carattere più prettamente teorico, si pongono gli innumerevoli e fondamentali studi pratici: fra questi, un posto di assoluta centralità è occupato dagli studi sulla struttura e la dinamica industriale e sulla distribuzione della dimensione aziendale. La legge di Gibrat, o legge degli effetti proporzionali, presentata nel contributo seminale Gibrat (1931), è forse il primo e più rilevante esempio in questo ambito: essa sostiene che le probabilità di ampliamento delle dimensioni, in un dato periodo di tempo, siano le medesime per tutte le imprese appartenenti

almeno in linea di principio, classificare i citati contributi italiani fra le teorie neoclassiche, nella cui prospettiva le imprese sono in qualche modo “attratte” verso una sorta di “dimensione ottima”, che in estrema sintesi rappresenta il punto di equilibrio (in verità piuttosto statico) fra le economie di produzione su larga scala e i costi di coordinamento di grandi organizzazioni burocratiche¹⁸². La crescita è generalmente considerata nella sua accezione dimensionale e rappresenta un mezzo per raggiungere tale dimensione. A ben guardare, l’approccio dei Maestri dell’economia aziendale italiana condivide con le teorie neoclassiche il ruolo dell’equilibrio quale contributo essenziale all’identificazione della crescita dell’impresa, ma al contempo segna un certo distacco riconoscendo l’intrinseca variabilità cui soggiace il fenomeno aziendale e negando, di fatto, la validità pratica del concetto di “dimensione ottima”.

In contrasto con la prospettiva neoclassica dominante, si pone il già citato contributo di Penrose, la cui visione della crescita aziendale si sviluppa dall’assunto che le imprese crescono in conseguenza di appropriate configurazioni di risorse idiosincratiche, quali le capacità imprenditoriali e quelle manageriali¹⁸³. La presenza delle prime è condizione necessaria, ma non sufficiente, a che la crescita prenda effettivo avvio, per cui si richiede la presenza di idonee capacità manageriali indirizzate da una concreta volontà¹⁸⁴; la crescita dell’impresa dipende, dunque, dal fatto che lo sviluppo delle capacità manageriali consente sia di percepire l’esistenza di opportunità sia di impiegare le risorse esistenti in maniera finalizzata. La crescita

allo stesso settore, indipendentemente dalle dimensioni presentate da ciascuna all’inizio del periodo considerato. In altri termini, usando le parole di Mansfield, “*the probability of a given proportionate change in size during a specified period is the same for all firms in a given industry – regardless of their size at the beginning of the period*” (Mansfield (1962), 1030). Per un approfondimento sulla legge di Gibrat si rimanda, *inter alia*, Coad (2007), 9.

¹⁸² Rientrano in questa categoria teorie milari quali Coase (1937) e Lucas (1978).

¹⁸³ V. Penrose (1955); Penrose (1959). Sul punto sia concesso riportare quanto precisato dall’Autrice “*It is often presumed that there is a ‘most profitable’ size of firm and that no further explanation than the search for profit is needed of how and why firms reach that size. Such an approach to the explanation of the size of firms will be rejected in this study; it will be argued that size is but a by-product of the process of growth, that there is no ‘optimum’, or even most profitable, size of firm*” (Penrose (2009), 2).

¹⁸⁴ Con riferimento al ruolo della volontà nella crescita dell’impresa è interessante dar conto di quanto rilevato da Delmar & Wiklund (2008): la volontà di crescere, misurata in un periodo precedente, è in grado di prevedere in gran parte, anche se non in maniera esauriente, la successiva volontà di crescita. La conclusione, nell’interpretazione fornita da Coad (2007), risiede piuttosto nella constatazione che il raggiungimento di un obiettivo di crescita può fattivamente contribuire a stimolare la crescita futura.

dell'impresa può essere ricondotta alla presenza di “economie di crescita” intrinseche al processo di crescita e non già a causa di un vantaggio riscontrabile nella dimensione *in se*.

Un ulteriore utile approccio al tema della crescita dell'azienda è offerto dalle teorie manageriali, secondo cui le spinte evolutive che caratterizzano l'impresa sono prevalentemente il riflesso dell'utilità che il management percepisce dalla crescita dell'impresa stessa; fra queste, è d'obbligo segnalare il modello proposto da Marris (1963) secondo cui la diversificazione rappresenta l'unica possibilità di crescita per l'impresa; oltre un certo livello di crescita, però, diminuisce l'utilità (e la redditività) marginale attesa dalla diversificazione, in quanto i manager dispongono di minor tempo e attenzione da dedicare all'efficienza operativa delle attività esistenti e allo sviluppo di nuove attività; di conseguenza la crescita si arresta. Nel tentativo di testare le ipotesi alla base delle teorie manageriali, i ricercatori si sono cimentati nel dimostrare l'ipotesi che i tassi di crescita delle imprese “*manager-controlled*” sono superiori a quelli delle imprese “*owner-controlled*”, che avrebbero minor incentivo a perseguire percorsi di crescita, mentre i tassi di profitto sono probabilmente inferiori; i risultati, tuttavia, non hanno offerto un supporto inequivocabile a favore delle previsioni teoriche, arrivando addirittura a soverchiarle¹⁸⁵.

Al quadro così delineato vanno ancora aggiunte le teorie evolucionistiche, che prendono avvio dal pensiero di Schumpeter sul capitalismo come un processo di “distruzione creativa” e quelle derivanti dall'approccio dell'ecologia organizzativa. Con riferimento alle prime, Alchian (1950) sostiene che il meccanismo evolutivo della selezione indirizza l'economia sulla via del progresso: mentre le imprese più adatte sopravvivono e crescono, le imprese meno redditizie perdono quote di mercato e scompaiono; nonostante la sua eloquenza, occorre segnalare che il principio della “crescita del più adatto” non sembra ricevere molto sostegno da analisi empiriche¹⁸⁶. Infine, la previsione teorica dall'approccio dell'ecologia organizzativa, che si sviluppa a partire dal lavoro seminale di Hannan & J. Freeman

¹⁸⁵ Primo tutti fu Radice (1971).

¹⁸⁶ Cfr. Coad (2007), 37.

(1977), poggia sull'assunto che la crescita delle imprese dipende da risorse specifiche, contenute nelle nicchie di mercato cui l'impresa ha accesso; una volta esaurite tali risorse, il meccanismo della concorrenza limiterà i tassi di crescita delle imprese.

Vale ancora la pena riprendere in questa sede un altro contributo di natura sistematica in tema di crescita, quello proposto da McKelvie & Wiklund (2010), che suggerisce una tripartizione "ideale" della letteratura specialistica: 1) gli studi in cui la crescita funge da variabile dipendente e la ricerca mira a spiegarne la variabilità attraverso l'individuazione di adeguate variabili indipendenti, *Growth as an Outcome*, 2) quelli in cui la crescita funge da variabile indipendente e la ricerca ne analizza le conseguenze, ad esempio, a livello organizzativo, *The Outcome of Growth* e 3) quelli focalizzati sul processo di crescita reale, *The Growth Process*. Gli Autori precisano che "*Although we present them as being clear-cut and independent of each other, the reality is that there are a number of overlaps between these streams of research*"¹⁸⁷.

Apparentemente nessuna ricerca, a prescindere dalla categoria di riferimento, si è negli anni rivelata esente da critiche, nonostante i contributi scientifici, ad alcuni dei quali si è fatto riferimento nelle pagine precedenti, abbiano lasciato un segno indelebile nella ricerca in materia, concorrendo in modo anche consistente ad incrementare la comprensione del fenomeno in analisi. Gli studi appartenenti al primo filone, ad esempio, pur avendo occupato a lungo i ricercatori, non sono stati in grado di isolare variabili sufficientemente esplicative delle differenze di crescita tra le imprese e viene loro mosso il rimprovero di ridurre la crescita ad un fenomeno semplicistico, tanto nella considerazione dell'unità d'osservazione, ossia l'impresa, quanto nelle modalità con cui questa esplica il percorso di crescita. Gli studi appartenenti al secondo filone, *The Outcome of Growth*, fra cui il noto modello di Greiner, risultano essere deterministici nell'adozione della metafora biologica e nell'esclusione di modalità di crescita diverse da quella organica; infine, gli studi focalizzati sulla crescita reale, fra cui è capofila il pensiero di Penrose, tentano di comprendere la natura propria della crescita e in particolare ciò che accade

¹⁸⁷ Cfr. McKelvie & Wiklund (2010), 264.

all'interno dell'azienda mentre essa cresce, ma sovente dimostrano di ignorare l'eterogeneità dell'impresa.

In conclusione, pur nella consapevolezza dell'impossibilità pratica di ricondurre ad unità il complesso concetto di crescita, è interessante riscontrare la presenza di un denominatore comune nei processi evolutivi delle imprese, le quali paiono seguire, anche se in misura non del tutto lineare, sentieri tipici, che implicano un certo grado di discontinuità sotto il profilo dimensionale, della specializzazione, o dell'articolazione strutturale¹⁸⁸; tali passaggi risultano in qualche misura tra loro collegati, ma possono avvenire disgiuntamente o, per lo meno, procedere con diverse velocità.

2.3.3 *Gli indicatori della crescita*

Sulla base delle considerazioni sopra riportate, si precisa che il presente lavoro si pone nell'ottica di indagare la crescita quale variabile dipendente; in questo ambito, con la medesima urgenza percepita da buona parte della letteratura¹⁸⁹, risulta di fondamentale importanza individuare un indicatore di crescita appropriato; pertanto, si procederà ad illustrare i principali indicatori di crescita esplorati in letteratura.

La scelta dell'indicatore incide sulla rappresentazione dei diversi aspetti della dinamica e della modalità di crescita e deve necessariamente confrontarsi con le scelte strategiche dell'impresa oggetto di analisi; a ciò si aggiunge la considerazione che gli indicatori di crescita non risultano fra loro intercambiabili (e le loro misure correlate) e che il loro utilizzo non può prescindere dalle specifiche

¹⁸⁸ Ciò si avverte tanto nell'ambito delle posizioni dottrinali più classiche, italiane ed internazionali, quanto nella letteratura più recente. Con riferimento alle prime, si è posto in questo senso anche Corticelli, il quale ha segnalato che *“a volte è segnatamente sotto la spinta di difficoltà accentuate o di una vera e propria crisi di tipo involutivo che il soggetto riesce a individuare soluzioni radicali, capaci di far uscire il sistema dalla situazione in atto e avviarlo in modo piuttosto risoluto verso posizioni più soddisfacenti”* (Corticelli (1998), 196). Tuttavia, ammonisce l'Autore, tale constatazione non deve far ingenerare la confusione concettuale tra l'inversione del *“moto involutivo o addirittura l'uscita dalla crisi e la crescita dell'azienda”*.

¹⁸⁹ In questa direzione si pongono, fra l'altro, Weinzimmer et al. (1998); Shepherd & Wiklund (2009). Questi ultimi hanno indagato precisamente la relazione tra le misure di crescita più comunemente utilizzate, rilevando che per un numero di misure di crescita esiste una bassa correlazione e un'elevata variabilità nel tempo.

caratteristiche dell'impresa e del contesto in cui essa opera¹⁹⁰. Non stupisce, dunque, che il fattore predittivo di un certo indicatore di crescita non sia in grado di prevedere la variabilità di un altro indicatore di crescita¹⁹¹; ad esempio, impegnarsi in una grande campagna pubblicitaria può aumentare la crescita delle vendite, ma diminuire la crescita della redditività¹⁹². L'evidenza di un diverso grado di correlazione fra gli indicatori della crescita è andata affermandosi piuttosto di recente, tanto che c'è chi imputa una certa lentezza nello sviluppo teorico della letteratura manageriale in materia alla scarsa considerazione dei ricercatori a questo aspetto¹⁹³; l'attuale consapevolezza dovrebbe suggerire di prestare maggiore attenzione nell'individuare l'aspetto particolare della crescita che si intende misurare; la ricerca futura, ad esempio, dovrebbe specificare chiaramente il dominio della teoria da utilizzare e se questa si applica ad imprese giovani oppure affermate.

È opinione piuttosto diffusa che gli indicatori di crescita più comunemente utilizzati nella ricerca empirica in materia siano riconducibili a 5 categorie relative a: 1) fatturato, 2) occupazione, 3) utili, 4) attività, 5) patrimonio¹⁹⁴. In proposito si è discusso a lungo se la crescita del fatturato possa costituire la variabile di crescita più efficace, in considerazione della sua applicazione quasi universale in diversi contesti geografici ed economici, nonché della predilezione a lei riservata dagli imprenditori¹⁹⁵. Più di recente, tuttavia, è stato sostenuto che la variazione dell'occupazione sembra essere l'indicatore di crescita più adeguato in quanto mostra la migliore correlazione (“*concurrent validity*”) con gli altri indicatori comunemente utilizzati¹⁹⁶. Nella medesima direzione si pone anche il contributo di Penrose, che si concentra in particolare sui tassi di crescita relativi all'espansione

¹⁹⁰ Ad esempio, Delmar et al. (2003) evidenziano che molte aziende possono essere classificate contemporaneamente come imprese a crescita elevata e non, in funzione del criterio utilizzato.

¹⁹¹ Sul punto si veda, fra gli altri, Murphy et al. (1996).

¹⁹² Sul punto, v. Bamford et al. (2004).

¹⁹³ Cfr. Shepherd & Wiklund (2009), 116.

¹⁹⁴ In questo senso si sono espressi, *inter alia*, Gilbert et al. (2006); Shepherd & Wiklund (2009); Storey (2016).

¹⁹⁵ In proposito, gli esempi si sprecano; in via esemplificativa, si rimanda a Delmar et al. (2003); Hoy et al. (1992); Greiner (1997); Chittenden et al. (1996); Daily & Thompson (1994).

¹⁹⁶ Cfr. Shepherd & Wiklund (2009), 119.

delle attività e dell'occupazione ("risorse umane e di altro tipo") nel contesto delle imprese industriali.

La scelta di un indicatore adeguato è dunque il riflesso della più ampia necessità di collegare più appropriatamente le teorie alle misure di crescita, al fine di spiegare meglio le differenze fra le diverse entità della crescita. In tal senso, si pongono i recenti contributi scientifici quali, ad esempio, Chandler et al. (2009), che (avvalendosi delle previsioni della Transaction Cost Economics) hanno provato la validità della relazione tra crescita delle vendite e crescita dell'occupazione nel tempo per i settori cosiddetti *resource-constrained*, ma non per quelli c.d. *resource-munificent*. Allo stesso modo Davidsson et al. (2009) (servendosi questa volta della Resource Based View Theory), esaminando la relazione tra crescita dei profitti e delle vendite, hanno sfidato l'assunto comunemente accettato che la crescita è sempre un segno di successo e che una crescita non redditizia può portare a profitti futuri attraverso l'aumento della quota di mercato, ecc; questi studi, insieme, dimostrano che diversi aspetti della crescita non sono necessariamente correlati, ma possono essere correlati col passare del tempo e che diverse teorie possono essere utilizzate per spiegare come e perché queste differenze possano verificarsi¹⁹⁷.

2.4 La crescita delle imprese familiari

2.4.1 I percorsi di crescita dell'impresa familiare

La relazione tra proprietà familiare e crescita aziendale suscita da sempre l'interesse degli studiosi, che ne hanno indagato il ruolo rispetto alla capacità delle imprese familiari di cogliere con successo le opportunità nel mercato, di garantire nuove opportunità di lavoro alle generazioni successive o semplicemente aumentare i dividendi distribuibili¹⁹⁸.

Sulla base della diffusa persuasione che vi sia correlazione positiva fra le dimensioni ridotte e la natura familiare dell'impresa, vari studiosi hanno sostenuto che le imprese familiari adottano strategie tendenzialmente conservative, più

¹⁹⁷ Cfr. McKelvie & Wiklund (2010), 268. Peraltro, non sfugge che il contributo di Davidsson et al. (2009) risulta del tutto allineato con l'impostazione della dottrina economico aziendale italiana, ma non solo.

¹⁹⁸ Di questo avviso sono Le Breton-Miller & D. Miller (2008), Habbershon et al. (2003).

prudenti e meno reattive ai cambiamenti ambientali delle non familiari, e che le famiglie proprietarie possono addirittura frapporre ostacoli alla crescita qualora, in particolare, i familiari abbiano obiettivi, valori e attese differenti tra loro oppure nascano conflitti tra i familiari stessi¹⁹⁹. Non mancano, tuttavia, autori che, per contro, riconoscono nella natura familiare una fonte di vantaggi competitivi²⁰⁰ e che negano l'esistenza di una correlazione (ancor più se negativa) fra la crescita e, in generale, le strategie perseguite dall'impresa²⁰¹. Fra questi ultimi, Corbetta (2010) definisce "falsa credenza" la tesi che le aziende familiari italiane crescano a tassi più bassi rispetto a imprese di altri tipi; in ogni caso, indipendentemente dalle varie posizioni assunte, non sembra che in letteratura si possano riscontrare conclusioni definitive e comunemente accettate²⁰².

In una prospettiva che miri a comprendere le dinamiche di crescita e sviluppo, l'ormai nota coesistenza nell'impresa familiare delle due istituzioni, impresa e famiglia, implica che nell'indagare la crescita dell'impresa familiare non si può prescindere dalla considerazione congiunta dei processi evolutivi delle famiglie che hanno dato origine all'impresa; i cambiamenti di quest'ultima riflettono quelli che

¹⁹⁹ Sul punto si vedano, *inter alia*, Daily & Dollinger (1992); Gallo & Vilaseca (1996); Ward (1997); del medesimo avviso anche D. Miller et al. (2007) e Le Breton-Miller & D. Miller (2008), che distinguono fra "*family business*" e "*lone or or unrelated founder businesses*", riscontrando solo con riferimento a queste ultime una generale capacità di ottenere performance superiori ad un benchmark quotato (rispettivamente Fortune 1000 e Fortune 500). Non mancano studiosi che, pur non operando la distinzione fra queste due categorie concettuali, registrano evidenze opposte, ossia che le *family firm* abbiano la capacità di produrre performance migliori delle *non-family firm*, come ad esempio: Anderson & Reeb (2003) e Villalonga & Amit (2006) con riferimento al mercato statunitense, Barontini & Caprio (2006) per 11 Paesi europei, Sraer & Thesmar (2007) per la Francia, e Favero, C. A., Giglio, S. W., Honorati, M. & Panunzi, F. A. (2006) per l'Italia.

²⁰⁰ In questo ambito, si vedano Habbershon & Williams (1999); Sirmon & Hitt (2003). D. Miller & Le Breton-Miller (2003) precisano che quando una famiglia è in grado di personificare l'impresa e "*this personification of the business helps to establish a virtuous circle in which good deeds are ascribed to personal (family or staff) intentions [...] so, much loyalty and commitment grows*" (131).

²⁰¹ Nello specifico, si vedano Daily & Thompson (1994); Gudmundson et al. (1999). In maniera piuttosto interessante, soprattutto se confrontata con il pensiero preponderante in Italia, Daily & Thompson (1994) precisano che "*distinctions among various ownership types may be largely ceremonial when considering the strategic posture of the firm or the propensity to pursue firm growth*" (p. 246).

²⁰² In linea con il giudizio rinvenibile in Corbetta (2010), si pone Devecchi (2007), la cui ricerca - volta a raccogliere e sistematizzare la percezione di alcuni problemi comuni in un campione di imprese familiari italiane - ha etichettato quale "non problema" il cosiddetto "*rischio del prudente contadino*", secondo cui la gestione dell'impresa sarebbe caratterizzata da una esagerata prudenza, derivante da una oggettiva incapacità di essere "*imprenditivi*". Tale incapacità implica il rifiuto di assumere in misura naturale il rischio, bloccando innovazione e cambiamento, e si diffonde a tutti i livelli aziendali. L'Autore suggerisce una certa correlazione fra un minor uso della prudenza e la maggiore esperienza (Devecchi (2007), 217 ss).

avvengono nelle famiglie e viceversa, in una relazione di mutua influenza²⁰³; tale impostazione non smentisce certo i contributi che maggiormente caratterizzano la ricerca in materia di crescita dell'impresa, di cui si è dato riscontro nelle pagine che precedono.

Non è arduo, infatti, individuare elementi comuni fra gli studi generalisti e quelli specialisti. A livello italiano, ad esempio, Corbetta (2005b) riporta che da una ricerca empirica su un campione di 18 imprese familiari italiane²⁰⁴, *“il processo di crescita si è avviato in presenza di alcune condizioni facilitanti relative al contesto interno e al contesto esterno all'azienda. Tali condizioni non sono però sufficienti: senza un imprenditore determinato a lasciare un segno nella storia dell'impresa il processo di crescita non si avvia”*²⁰⁵. Nel medesimo contesto, Montemerlo (2005) aggiunge che *“la proprietà pro-crescita sa «costruire il motore», ovvero sa auto-governarsi da vari punti di vista [...]”* (p. 51). Le affermazioni di Corbetta (2005b) e Montemerlo (2005) appaiono del tutto in linea con la già richiamata posizione di Penrose (1955), secondo cui la crescita, per quanto connaturata nell'impresa, dipende, in ultimo, da una concreta motivazione strategica; allo stesso modo, anche a livello internazionale, (Ward 1997) precisa che, oltre ad una serie di *best practices*, *“two other conditions also are important for long-term growth: the motivation of leadership to follow these practices and the commitment of the owning family to support the sacrifices necessary for growth”* (p. 334). È questo il contesto in cui, d'altronde, sembrerebbero collocarsi le tesi di chi ha sostenuto la peculiare rilevanza, per l'impresa familiare, della motivazione ad edificare un'istituzione che sopravviva nel tempo, che possa essere trasmessa in condizioni a mano a mano migliori²⁰⁶.

²⁰³ Nel merito si rimanda, fra gli altri, al contributo di Schillaci (2008) che, nello specifico, riferisce come nell'impresa familiare *“[s]i realizza un processo di proto-cooperazione, ovvero il condizionamento reciproco dei due organismi produce modalità di sviluppo, e non di dissipazione [...] La coevoluzione diventa allora [...] una ricerca continua di stratagemmi per trovare forme di equilibrio nella crescita che comportino vantaggi per entrambi i due sub-sistemi”* (p. 112-3).

²⁰⁴ Il campione è stato selezionato dalla popolazione delle imprese italiane del database AIDA con un tasso di crescita cumulato 1997-2001 superiore al 50%, con ROI positivo nel 2000 e nel 2001, dotate di indipendenza strategica, non direttamente concorrenti, operanti in quattro comparti: alimentare, tradizionale (tessile, abbigliamento, arredamento), chimico-farmaceutico e meccanico.

²⁰⁵ Corbetta (2005b), 4.

²⁰⁶ Per citarne alcuni, Tagiuri & J. A. Davis (1992); Mintzberg & Waters (1990); Gallo et al. (2001).

Ritornando a quanto evidenziato da Corbetta (2005b) occorre altresì segnalare che le condizioni facilitanti il processo di crescita sarebbero riconducibili a 4 elementi, vale a dire: 1) una famiglia detentrica del controllo predisposta a sostenere - o per lo meno a non ostacolare - un processo di crescita; 2) una buona redditività dell'azienda; 3) un buon grado di presenza internazionale; 4) un basso grado di indebitamento o comunque ampie riserve di indebitamento; a ciò si potrebbe aggiungere che il contesto esterno o, meglio, l'interpretazione fornita dall'impresa (o dai soggetti cui spetta definire l'indirizzo strategico)²⁰⁷, influenza la decisione di avviare i processi di crescita²⁰⁸. Tali evidenze, in effetti, presentano non poche corrispondenze nei contributi della dottrina economico-aziendale italiana sul tema della crescita; sia consentito, a scopo esemplificativo, il richiamo al pensiero di Zappa (1956), nel cui ambito assume importanza, come già ricordato, il collegamento tra azienda e contesto ambientale, ai fini sia di un incremento dimensionale sia di un processo di crescita²⁰⁹.

Corbetta (2005b) conclude, poi, che la struttura proprietaria può ostacolare l'avvio di un processo di crescita al ricorrere di tre condizioni: 1) quando l'impresa è impegnata a risolvere problemi interni; 2) quando chi è dotato di potere all'interno della proprietà percepisce la crescita come una minaccia; 3) quando la complessità

²⁰⁷ A questo riguardo, vale la pena citare, per completezza, Bianchi & Tomaselli (2008) che, avvalendosi dei modelli di *system dynamics*, pone l'attenzione sulla "*consapevolezza dei nessi intercorrenti tra struttura e dinamica del sistema rilevante*" al fine di assicurare la sostenibilità a lungo termine dello sviluppo dimensionale dell'azienda (p.225).

²⁰⁸ L'analisi dei casi proposti in Corbetta (2005b) individua 4 elementi del contesto esterno che hanno influenzato il processo decisionale, fra cui segnatamente: 1) la presenza nel settore d'appartenenza dell'impresa di concorrenti molto più grandi, per cui, oltre a un qualche effetto imitativo, si impone la scelta se competere in una nicchia ben protetta o avviare un percorso di crescita; 2) l'esistenza di rapporti commerciali con aziende clienti con forti potenzialità di crescita, per cui la decisione si pone se assecondare o meno tale tendenza; 3) la presenza nel settore d'appartenenza dell'impresa di aziende che per varie ragioni sono in vendita e si tratta di decidere se partecipare o meno ai processi di acquisto; 4) la detenzione di una quota di mercato relativamente bassa anche perché esistono molti concorrenti di piccole dimensioni.

²⁰⁹ Tale considerazione, peraltro, ben si ricollega alla necessità, più volte evocata ai fini di facilitare l'avvio di un processo di crescita, di una adeguata pianificazione Penrose (1955), in nota 169). A questo proposito, vale la pena aggiungere il riferimento a Eddleston et al. (2013) che esplora quando la pianificazione strategica e la pianificazione della successione sono più favorevoli alla crescita dell'impresa familiare privata. I risultati mostrano che il grado con cui la pianificazione strategica e la pianificazione della successione sono associate alla crescita dell'impresa familiare dipende dalla generazione che gestisce l'impresa.

della struttura proprietaria causa a processi decisionali più lenti, o più contrastati, che mal si conciliano con la velocità necessaria in alcuni snodi di crescita.

A tal proposito, sorge spontaneo il confronto con il già citato Ward (1997), che nell'individuare le sei più ardue sfide alla crescita di lungo periodo dell'impresa familiare segnala: “(1) *Maturing business life cycles and increasing competition* (2) *Limited capital to fund both family needs and business growth needs* (3) *Weak next-generation business leadership* (4) *Entrepreneurial leadership's inflexibility and resistance to change* (5) *Conflicts among sibling successors* (6) *Disparate family goals, values, and need*” (p. 325). Le evidenze rilevate dai due Autori non risultano del tutto sovrapponibili, ma è indubbio che vi sia una certa affinità, soprattutto se si considera l'intero complesso degli elementi in grado influire sulla crescita individuato da Corbetta (2005b).

In ultimo è utile segnalare che il medesimo Corbetta (1995), riconoscendo peraltro la necessità di studiare le manifestazioni di vita e le condizioni di successo delle imprese familiari alla luce della loro intrinseca eterogeneità, propone 4 percorsi evolutivi “fisiologici”, individuati in funzione di altrettanti “tipi” di impresa familiare, classificati a loro volta sulla base di 3 variabili (modello di proprietà del capitale d'impresa, presenza di familiari nel CdA, dimensioni dell'organismo personale dell'impresa). Si tratta, nello specifico, di: 1) lo sviluppo dell'impresa familiare domestica in assenza di crescita dimensionale; 2) lo sviluppo e la crescita dell'impresa familiare domestica, ossia il passaggio ad impresa familiare tradizionale; 3) l'evoluzione da impresa familiare tradizionale a familiare allargata; 4) l'evoluzione da impresa familiare allargata a familiare aperta.

L'attenzione circa il diverso ruolo della famiglia nella definizione dei percorsi di crescita dell'impresa familiare ha interessato anche la letteratura internazionale moderna; di recente, nel contesto applicativo della Teoria dell'Agenzia, diversi ricercatori hanno indagato il ruolo che nell'ambito delle decisioni strategiche legate alla crescita dell'impresa familiare potrebbe giocare il conflitto fra soci appartenenti alla medesima famiglia (c.d. *principal-principal conflict*)²¹⁰. La presenza di obiettivi strategici divergenti all'interno del nucleo familiare può, come già

²¹⁰ Su tutti si rimanda a Calabrò et al. (2017).

accennato, incidere sulle preferenze nei confronti della crescita ed è palese che tale considerazione dipende dal numero di familiari attivi nell'impresa: famiglie di piccole, medie e grandi dimensioni presentano, infatti, peculiarità e rischi profondamente diversi, che diversamente influiscono sulla crescita dell'impresa. I risultati supportano l'esistenza di una relazione a forma di U rovesciata tra la dimensione della famiglia proprietaria e la crescita dell'azienda, con una maggiore crescita in corrispondenza di imprese familiari la cui proprietà è riposta in famiglie di medie dimensioni. Infatti, un'impresa nella cui proprietà e direzione strategica sia coinvolto un piccolo nucleo familiare sperimenta più facilmente la formazione di una visione più precisa e strategica e una maggiore libertà di assumersi rischi, che di conseguenza potrebbero favorire una crescita stabile²¹¹. Tuttavia, essa risulta al contempo fortemente incisa dai *principal-principal conflict*, che, in corrispondenza di un'elevata concertazione proprietaria, avrebbero maggior attitudine a creare una paralisi del processo decisionale dell'impresa²¹². All'estremo opposto, quando la dimensione del gruppo di proprietari di famiglia è grande, è generalmente difficile per la/e famiglia/e proprietaria/e convergere su una comprensione condivisa riguardo a quale potrebbe essere la migliore opzione di crescita per l'impresa; a ciò si aggiunga che nel caso in cui la proprietà dell'impresa sia dispersa fra esponenti di diverse famiglie, non è inverosimile si ingeneri una certa riluttanza ad investire nel business, specialmente in iniziative speculative a lungo termine e incerte, con conseguenti inferiori tassi di crescita²¹³.

2.4.2 L'efficacia interpretativa dei modelli di crescita: un approfondimento sul modello di Greiner

Il fatto che la comprensione del funzionamento della gestione strategica dell'impresa familiare non possa ignorare l'evoluzione della famiglia porta a valutare gli evidenti limiti applicativi dei modelli generalisti della crescita all'ambito di ricerca del presente lavoro; in proposito, Corbetta (1995) propone alcune considerazioni sempre attuali inerenti l'efficacia esplicativa del modello di Greiner all'impresa familiare.

²¹¹ Si veda, fra gli altri, Gersick et al. (1997).

²¹² V. D. Miller & Le Breton-Miller (2006).

²¹³ V. Bertrand & Schoar (2006).

In sintesi, il modello di Greiner postula che, nel corso del tempo, un'impresa attraversa periodi di evoluzione e di rivoluzione, che corrispondono, rispettivamente, a fasi caratterizzate da stabilità nelle pratiche organizzative e a fasi di crisi, che sollecitano nuove soluzioni organizzative, indispensabili per avviare un nuovo periodo di evoluzione²¹⁴. La velocità con cui si alternano i fenomeni di evoluzione e rivoluzione, nonché la loro durata, è funzione del tasso di crescita del settore nel quale l'impresa opera (maggiore il tasso, maggiore la velocità). Le fasi di sviluppo (o di crescita) e le rivoluzioni corrispondenti, descrivono una combinazione crescente della dimensione e dell'età dell'impresa, così che le imprese che sperimentano la prima fase saranno mediamente più giovani e di più piccole dimensioni, rispetto a quelle che vivono la seconda fase, le quali, a loro volta, saranno più giovani e più piccole di quelle che sperimentano la terza fase, e così via.

È pertanto possibile individuare cinque fasi di crescita, o evoluzione, cui ne corrispondono altrettante di crisi, o rivoluzione. Si tratta, segnatamente, di: 1) fase di crescita attraverso la creatività, 2) fase di crescita attraverso un'abile direzione, 3) fase di crescita attraverso la delega, 4) fase di crescita attraverso il coordinamento e 5) fase di crescita attraverso la collaborazione. Le corrispondenti fasi di rivoluzione sono, invece: 1) la crisi di leadership; 2) la crisi di autonomia; 3) la crisi di controllo; 4) la crisi da burocrazia; 5) una crisi di cui non è possibile prevedere con precisione le caratteristiche.

Ebbene, il tema principale proposto da Corbetta (1995) risiede nel ruolo discriminante della famiglia all'interno dello schema decisionale-strategico dell'impresa, che si riflette in definitiva sulla dinamica con cui le imprese passano da una fase evolutiva all'altra; in altri termini, tanto le fasi di evoluzione quanto

²¹⁴ Il modello prevede che *“each revolutionary period is characterized by the dominant management style used to achieve growth, while each revolutionary period is characterized by the dominant management problem that must be solved before growth can continue”* (Greiner (1997), 401). Corollario di tale principio è l'idea che *“each phase is both an effect of the previous phase and a cause for the next phase”* (402), ossia che le diverse fasi della crescita compongono un percorso unico e continuo, che l'impresa può percorrere efficacemente solo compiendo uno sforzo gestionale adeguato. Tale considerazione riecheggia, a ben vedere, un tema già segnalato nella letteratura precedente ed in particolare da Penrose (1955), la quale precisa come *“expansion itself tends to create opportunities for further expansion - opportunities that did not exist before the expansion was undertaken”* (p. 532).

quelle di rivoluzione potrebbero verosimilmente risultare alterate nell'impresa familiare. La fase di crescita attraverso la delega, ad esempio, può essere collegata a processi di successione intergenerazionali che restano esclusi dal modello di Greiner²¹⁵; oppure, la crisi di autonomia può essere prorogata attraverso l'utilizzo di una struttura "protomanageriale", che può consentire elevati tassi di crescita senza avviare processi di delega²¹⁶; o – ancora - la medesima crisi di autonomia può far sorgere meccanismi di coordinamento fondati sull'appartenenza alla famiglia e sulle occasioni informali di incontro, che rendono meno probabile la successiva crisi di controllo prevista dal modello.

Peraltro, il modello di Greiner si occupa esclusivamente dei processi di crescita per espansione, ossia di ampliamento delle dimensioni dell'impresa, senza dar conto delle strategie di crescita alternative che non di rado accomunano le imprese familiari; fra queste, la crescita per adiacenze si è dimostrata particolarmente di successo fra le imprese familiari italiane²¹⁷. Tale strategia prevede il tentativo di avviare un processo di crescita per aree limitrofe, dopo il raggiungimento di una posizione di rilievo in un ambito competitivo ristretto, sulla base di una valutazione di convenienza comparata (vedasi l'arricchimento delle barriere attorno al proprio *core business*, la diversificazione del rischio, lo sfruttamento di risorse e competenze comuni, l'assicurare spazio a un numero crescente di familiari e così via, o per necessità esterne²¹⁸). La crescita per adiacenze consente all'impresa di misurare il ritmo della crescita, dando modo "*alla famiglia proprietaria di seguire*

²¹⁵ Sul piano organizzativo va affermandosi un decentramento decisionale sempre più marcato e una politica di responsabilizzazione "locale" dei manager, in cui la politica di remunerazione ed incentivazione gioca un ruolo nodale. Le opportunità di sviluppo impongono una struttura più complessa, la ricerca e la selezione di altri manager e di nuove risorse finanziarie. In questo contesto, la crisi (del controllo) si sviluppa quanto il top management tenta di riacquisire parte del controllo precedentemente oggetto di delega: l'unità economica è quindi posta di fronte all'alternativa se volgersi nuovamente ad una gestione centralizzata, che non di rado fallisce sotto la pressione della vasta portata delle operazioni, oppure sviluppare "speciali tecniche di coordinamento".

²¹⁶ La crisi si genera dalle richieste di maggiore autonomia da parte dei manager appartenenti ai livelli gerarchici più bassi. In questo contesto, la soluzione (che Greiner (1997) indica come la più diffusa) risiede in un ricorso più massivo alla delega, per scongiurare il rischio che un eventuale accentramento del potere direttivo possa portare i manager ad abbandonare l'organizzazione.

²¹⁷ È possibile rinvenire anche altri modelli di crescita, sviluppati nelle imprese familiari italiane, come: la crescita per filiazione (costituzione di più imprese ognuna di dimensioni ridotte e possedute dal medesimo soggetto economico) o per aggregazione a rete (costituzione di una rete di imprese possedute diversi soggetti economici collegate però più o meno strettamente alla impresa-guida).

²¹⁸ Per un approfondimento sul tema si rimanda a Corbetta (2010), 77 ss.

la crescita con le risorse finanziarie necessarie e di procedere con gradualità al rafforzamento manageriale integrando via via manager provenienti dall'esterno con i manager familiari e non familiari già presenti in azienda"²¹⁹. Inoltre, quando è collegata all'aumento delle dimensioni aziendali, la crescita per adiacenze comporta alcuni vantaggi per le famiglie proprietarie, cioè: 1) lascia, ad esempio, agli eredi la libertà di esercitare solo il ruolo proprietario o anche quello manageriale; 2) offre un ruolo manageriale a un numero maggiore di familiari; 3) amplia le opzioni strategiche.

2.4.3 Alcuni dati sulla crescita delle imprese familiari italiane

Sulla base delle considerazioni sin qui effettuate, è piuttosto chiaro che la scarsa crescita delle imprese familiari deve essere considerata una "falsa credenza"; a conferma di ciò depongono alcune evidenze empiriche: le analisi compiute dal già citato Osservatore AUB rivelano, infatti che, nel decennio 2007-2016, i ricavi delle aziende familiari, con fatturato superiore ad Euro 20 milioni, sono cresciuti in totale del 147,2%, contro una crescita pari al 137,8% delle imprese non familiari; nello specifico, tale crescita è leggermente inferiore a quella delle cooperative e dei consorzi (149,1%), ma è superiore a quello delle aziende non familiari di ogni altro tipo: le aziende controllate da coalizioni sono cresciute del 146,8%, le aziende controllate da fondi d'investimento e di private equity del 144,5%, le filiali di imprese estere del 132%, e le aziende controllate dallo Stato o da enti locali del 129,2 %. A livello aggregato, il trend di crescita delle imprese familiari ha segnato il passo rispetto all'aggregato delle imprese non familiari a partire dal 2011, segnale di una maggiore resilienza delle prime rispetto al secondo. I tassi di crescita non sono molto diversi per aziende di varia dimensione, di differenti macrosettori e di non uguale area geografica; i tassi di crescita non sono molto diversi neppure tra aziende familiari guidate da un membro della famiglia e aziende familiari guidate da un manager non familiare.

Se si vuole analizzare la crescita nell'accezione dell'ampliamento dimensionale, misurato in termini di incremento del fattore umano, i dati dell'Osservatorio AUB, riferiti al 2016, forniscono ancora una volta una interessante evidenza:

²¹⁹ Cfr. Corbetta (2010), 78.

l'occupazione nelle aziende a controllo familiare è infatti cresciuta del 5% rispetto all'anno precedente, superata solamente dalle filiali di imprese estere (+5,9%). Tale osservazione muta considerevolmente al mutare dell'orizzonte di analisi: nel quinquennio 2011-2015 le imprese familiari del campione hanno, ad esempio, registrato un incremento del numero di occupati pari al 15,1%, contro un decremento delle filiali di imprese estere pari allo 0,2%; in tale riferimento temporale, l'occupazione delle cooperative o consorzi del campione è, invece, aumentata del 10,5%, contro un incremento annuo del 2016 solamente pari al 3,9%.

Alla luce della rilevanza riservata alle condizioni di equilibrio economico e finanziario nell'ambito di un processo di crescita ordinato e duraturo, occorre infine rilevare che, secondo l'analisi dell'Osservatore AUB, le imprese familiari del campione hanno continuato a mantenere, nel decennio 2007-2016, un gap positivo di redditività operativa rispetto alle imprese non familiari. Il ROI, calcolato quale rapporto fra il reddito operativo e l'attivo netto, delle aziende familiari con fatturato superiore ad Euro 20 milioni, si è infatti confermato superiore (9,1 nel 2016) a quello registrato dalle imprese non familiari (7,9 nel 2016), in linea con l'ultimo decennio. Nello specifico, tale valore risulta leggermente inferiore a quello delle filiali di imprese estere (9,5), nell'ultimo anno; solo i risultati delle coalizioni, in questo contesto, si sono avvicinati ai risultati delle imprese familiari (senza, però, averli mai superati). A livello aggregato, il trend della redditività operativa delle imprese familiari si è mostrato allineato a quello delle altre imprese e, a partire dal 2009, in crescita. Il livello del ROI appare piuttosto eterogeneo fra le categorie del campione analizzato, seppure sia possibile individuare alcune caratteristiche costanti: le cooperative e i consorzi, ad esempio, hanno registrato i risultati peggiori in ottica di redditività, anticipati (a breve distanza) delle partecipate statali e dagli enti locali, la cui redditività non è stata di molto inferiore a quella raggiunta dalle società controllate da fondi di investimento e *private equity*.

Discorso del tutto analogo può essere compiuto rispetto alla redditività netta, misurata dal ROE (reddito netto/patrimonio netto), per cui le imprese familiari hanno riportato risultati costantemente superiori e allineati alle imprese non familiari del campione, nel decennio di riferimento; nel 2016, il ROE medio delle imprese familiari (11,4) è stato quasi il 30% più elevato di quello medio ponderato

delle aziende con assetti proprietari non familiari (8,9). Ancora una volta, le filiali di imprese estere (10,5) hanno raggiunto il risultato più vicino alle imprese familiari, seguite dalle coalizioni (8,9), dalle partecipate statali e dagli enti locali (8,8), dalle società controllate da fondi di investimento e di *private equity* (8,1) e, infine, dalle cooperative e dai consorzi (2,9).

Anche in questo caso, dunque, pur riconoscendo che esistono famiglie imprenditoriali che non sono in grado di realizzare percorsi di crescita significativa nelle aziende controllate, è difficile sostenere che tale giudizio valga per la maggioranza delle aziende familiari e che la situazione delle aziende familiari sia molto diversa da quella delle altre aziende italiane.

Dalle precedenti considerazioni è possibile formulare alcune preliminari conclusioni: *in primis*, l'ampliamento dimensionale non coincide necessariamente con la crescita, o lo sviluppo dell'azienda, pur ammettendo un certo nesso positivo fra i due fenomeni; la crescita è, invece, un fenomeno più ampio, che interessa ogni dimensione dell'azienda e, in ottica sistemica, coinvolge una serie di componenti reciprocamente concatenate tra loro da una fitta rete di relazioni. In secondo luogo, la crescita dell'azienda implica un processo: 1) ragionato e fondato su opportunità di sviluppo concrete, 2) finalizzato al miglioramento dell'equilibrio e 3) posto su base volontaria.

3. La funzione finanza nell'impresa familiare: le scelte di finanziamento

SOMMARIO: 3.1 Considerazioni introduttive: l'impresa in funzionamento - 3.2 Le decisioni finanziarie nell'impresa: le scelte di finanziamento - 3.2.1 Le principali problematiche e gli aspetti teorici delle scelte di finanziamento - 3.2.2 (segue): la Trade-off Theory - 3.2.3 (segue): la Pecking-order Theory - 3.2.4 (segue): le teorie del trade-off basate sui costi d'agenzia - 3.3 Le decisioni di finanziamento nelle imprese familiari - 3.3.1 L'applicabilità delle teorie classiche allo studio delle imprese familiari - 3.3.2 Nuove tendenze di ricerca in un quadro di riferimento della letteratura - 3.3.3 Il costo del capitale nell'impresa familiare: un nesso tripolare fra le decisioni di finanziamento, quelle di investimento e la crescita - 3.3.4 Alcune evidenze empiriche circa le decisioni di finanziamento delle imprese familiari

3.1 Considerazioni introduttive: l'impresa in funzionamento

L'obiettivo del presente capitolo è approfondire le principali implicazioni teoriche e pratiche inerenti le scelte di finanziamento dell'impresa, avendo cura di esaminare la questione dalla prospettiva delle imprese familiari. La stretta relazione tra struttura finanziaria, creazione di valore e sostenibilità del vantaggio competitivo assume, infatti, rilevanza ancor più marcata nelle imprese familiari, dove di frequente si realizza una confusione tra il patrimonio dell'impresa e quello della famiglia. In tale contesto, la funzione "finanza" non si arroga ruoli gestionali "straordinari", assumendo il medesimo ruolo che esercita nell'impresa manageriale, i cui modelli decisionali, edificati su logiche prettamente finanziarie, necessitano però di un adattamento alle peculiarità dell'impresa familiare.

Al fine di apprezzare appieno la complessità sottesa alla dimensione finanziaria dell'impresa, soprattutto in una prospettiva marcatamente economico-aziendale, e prima ancora di entrare nel merito delle imprese familiari, è necessario considerare anzitutto le dinamiche di funzionamento dell'impresa e i vincoli che si pongono al suo agire.

Il riferimento alla definizione d'impresa fornisce, ancora una volta, gli elementi essenziali per delineare il campo d'analisi²²⁰: almeno in misura sommaria,

²²⁰ Si riporta, per facilità, la definizione di "azienda familiare" adottata in questa tesi: "*L'azienda può essere intesa come una unità elementare dell'ordine economico generale, dotata di vita propria e riflessa, costituita da un sistema di operazioni, promanate dalla combinazione di particolari fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne, nel quale i fenomeni della produzione, della distribuzione e del consumo vengono predisposti per il conseguimento di un determinato equilibrio economico, a valere nel tempo suscettibile di offrire una remunerazione adeguata ai fattori utilizzati in compenso, proporzionale ai risultati raggiunti, al soggetto economico per conto del quale*

L'impresa può essere rappresentata come insieme unitario di *operazioni* funzionali alla realizzazione di *attività* “*di produzione, della distribuzione e del consumo*”, allo “scopo” di soddisfare i bisogni umani appagabili mediante l'uso di “beni economici” (siano essi prodotti o acquisiti). L'operatività dell'impresa è vincolata “geneticamente” alla condizione di economicità, che impone il conseguimento di un equilibrio economico a valere nel tempo (e non in una frazione di esso). Tale condizione si riflette, a livello strutturale, nella combinazione ordinata dei fattori economici che, sotto la spinta delle forze interne ed esterne all'impresa, danno origine all'attività “*di produzione, della distribuzione e del consumo*”²²¹; ne consegue che, essendo le *operazioni* dell'impresa (nel suo complesso unitario) vincolate al conseguimento dell'equilibrio economico, anche le sue *attività* - che ne costituiscono l'esito pratico - sono orientate “*dalle «leggi economiche», la cui ignoranza o inosservanza finirebbe per pregiudicare la «durabilità» dell'impresa e della connessa funzione strumentale malamente «finalizzata»*”²²².

Il vincolo di economicità si applica, pertanto, anche alla combinazione dei fattori produttivi atti ad esperire le attività “*di produzione, della distribuzione e del consumo*” e, in particolare, si traduce nella capacità dell'impresa “*di offrire una remunerazione adeguata ai fattori utilizzati*”. In generale, si è soliti distinguere due macro-categorie di fattori produttivi, vale a dire: il capitale e il lavoro; la prima è, a sua volta, composta dal capitale monetario e dal capitale sotto forma di mezzi di produzione (come, ad esempio, le materie prime o secondarie, i terreni, i fabbricati e i beni strumentali e i servizi). Il capitale monetario può, altresì, “vincolarsi” all'impresa come fattore produttivo secondo il vincolo del “pieno rischio” o del “rischio limitato”; tale distinzione comprende, rispettivamente, gli apporti di capitale dei soci e quelli che provengono dalle varie forme di indebitamento

l'attività si svolge” (Giannessi (1960), 244). Per completezza si ricorda inoltre che, ai fini che qui interessano, i termini azienda e impresa saranno considerati equivalenti.

²²¹ Questa interpretazione pare coniugarsi bene anche rispetto all'accezione dell'impresa quale contemporanea manifestazione dell'ordine combinatorio, sistemico e di composizione, discussa fra gli altri in Giannessi (1960), 248 ss. Nello specifico, l'ordine di composizione suscita un interesse particolare: esso, infatti, si basa sul fatto che nell'orbita dell'azienda convergono forze interne ed esterne che incidono sull'equilibrio fondamentale della combinazione economica.

²²² Cfr. Ferrero (1984), 3.

(fornitori, istituti di credito, obbligazionisti e così via)²²³; infine, la seconda macro-categoria, cioè il lavoro, è composta dalle “energie” delle risorse umane il cui impiego è destinato alle più varie mansioni ed è graduato nei diversi livelli di responsabilità.

Le esigenze della produzione configurano il “fabbisogno di fattori” che l’impresa copre per mezzo di scambi di mercato²²⁴ ed è in questa circostanza che si misura il rispetto del vincolo di economicità: ciò avviene, nello specifico, quando l’attività di produzione, intesa nel suo più ampio senso economico (e non limitato alla sola dimensione fisica), è in grado di generare un flusso di ricavi tali da coprire adeguatamente tutti i costi, remunerando ciascun fattore produttivo secondo le peculiarità proprie²²⁵; se l’attività dell’impresa riesce, in aggiunta, ad assicurare un margine (benché positivo) di profitto per la proprietà nel medio-lungo periodo²²⁶, si può allora parlare di equilibrio economico.

Per il raggiungimento dell’equilibrio economico, assumono particolare rilievo i rapporti di scambio con le cosiddette terze economie, da cui derivano componenti positivi e negativi di reddito (in prima approssimazione, ricavi e costi), connessi sia all’acquisizione di fattori produttivi e al collocamento sul mercato dei beni e/o dei servizi, sia all’esito dell’attività di trasformazione. L’incedere dei ricavi alimenta, infatti, la continuità dei processi produttivi che generano il sostenimento dei relativi

²²³ Si dice che il rischio dei prestatori di capitali di terzi (rispetto all’impresa e ai suoi soci) sia “limitato” *“perché i creditori, in linea di principio, vengono sempre soddisfatti - sia per quanto attiene al rimborso, sia per ciò che concerne la remunerazione sotto forma di interessi sul capitale mutuato - «prima» di coloro che conferiscono capitale col vincolo del «pieno rischio»*“ (Ferrero (1984), 14).

²²⁴ L’approvvigionamento del fattore lavoro segue una logica più complessa e *sui generis*, in cui domina generalmente la “contrattazione collettiva” su base sindacale, pur non escludendosi varie possibilità di contrattazioni “extra-sindacali”, tipiche, ad esempio, di lavoro altamente specializzato, oppure caratterizzato da una forte domanda e da una scarsa offerta.

²²⁵ Il lavoro umano, ad esempio, a differenza degli altri fattori, presenta aspetti extraeconomici che non possono essere ignorati, per cui soltanto entro certi limiti riesce possibile applicarvi la logica della congrua remunerazione, che per contro domina la condizione di economicità nei fattori monetari. Tale considerazione appare ancor più importante se si analizzano le imprese familiari, che - come noto - sono marcatamente orientate da obiettivi non strettamente economici.

²²⁶ È interessante constatare che nel già citato Giannessi (1960), accanto alla remunerazione dei *“fattori che hanno preso parte alla combinazione aziendale”*, l’equilibrio economico si compone anche del *“compenso, proporzionale ai risultati raggiunti, per il soggetto economico che ad essa ha dato vita”* (p. 290).

costi²²⁷; in questo ambito, in conseguenza della normale dinamica costi-ricavi, in cui generalmente i costi sono sostenuti “in via anticipata” rispetto al manifestarsi dei ricavi, l’impresa si trova non di rado ad affrontare un fabbisogno di capitale (o f. finanziario), la cui copertura determina, a sua volta, un componente negativo di reddito (*i.e.* gli oneri finanziari)²²⁸. Solo se il fluire dei componenti positivi copre tutti i componenti negativi risulta rispettato l’equilibrio economico ed assicurata, in prima approssimazione, la continuità dell’azienda.

L’instaurarsi di un equilibrio economico²²⁹, che pur si traduce nella creazione di ricchezza e di valore, deve tuttavia superare il semplice rapporto favorevole tra costi e ricavi, implicando, anzitutto, la necessità di definire condizioni di solidità patrimoniale e finanziaria, dotate di un sufficiente grado di sostenibilità duratura²³⁰. Non sfugge, infatti, che essendo l’azienda “*un fenomeno di tempo*” (e non potendo che trovare nel tempo “*la sua esplicazione*”) non si possa “*parlare di equilibrio economico se questo non è garantito per un conveniente intervallo di tempo*”²³¹.

Il raggiungimento degli attributi di durabilità, autonomia²³² ed economicità nello svolgimento della propria attività costituisce il principio di economicità che rappresenta la condizione di funzionamento dell’impresa; tale funzionamento, per altro verso, può essere considerato quale simultanea espressione degli aspetti

²²⁷ Tale circostanza, a ben vedere, costituisce un corollario della relazione di mutuo condizionamento, che si realizza anche nell’impresa, fra la *domanda* e l’*offerta*.

²²⁸ Al fine di ridurre l’impatto della mancata coincidenza temporale delle manifestazioni dei costi e dei relativi ricavi, le imprese sono solite negoziare il regolamento differito dell’acquisto dei fattori produttivi, così che oltre all’acquisto di tali beni essa indirettamente negozia anche finanziamenti, sotto forma di capitale di fornitura. A ciò si affianca la considerazione che esistono imprese che, al contrario, presentano il ciclo economico invertito, nella sua complessiva dimensione prevalente, come ad esempio accade per le imprese assicurative.

²²⁹ In proposito vale la pena precisare che l’accezione del verbo “instaurarsi” deve misurarsi con la consapevolezza che “*l’equilibrio dell’azienda, in conseguenza del moto che in questa si sviluppa, tende continuamente a scomporsi e a ricomporsi senza assumere mai una posizione definitiva*”, assumendo carattere “*probabilistico*” ed “*estremamente variabile*” (Giannessi (1960), 290).

²³⁰ Cfr. Calvosa & Lattanzi (2016), 402. Sul punto si veda anche Ferrero (1984).

²³¹ Cfr. Giannessi (1960), 290.

²³² Accanto alla necessità di mantenere un equilibrio economico duraturo, l’impresa deve, inoltre, “svolgersi” autonomamente, superando la necessità di ricorrere in maniera sistematica ad interventi di sostegno, o di copertura delle perdite, da parte delle terze economie, ivi inclusi gli interventi di sostegno realizzati per via indiretta. In questo senso, l’autonomia si accompagna alla durabilità e, contemporaneamente, la qualifica; ciò, chiaramente, non vuol significare che l’unità economica non intrattenga rapporti con l’ambiente esterno e, quindi, con altre unità economiche, bensì che non si possa far dipendere il conseguimento dei fini dell’azienda (*i.e.* l’economicità) da forze e da manifestazioni di volontà esterne.

economici e di quelli finanziari della gestione; i primi pertinenti allo svolgimento del “*processo tecnico-economico della produzione aziendale da cui scaturisce il reddito*” e i secondi inerenti l’andamento del denaro e dei crediti e debiti, siano essi di funzionamento o di finanziamento²³³. In questa prospettiva, la gestione dell’azienda si compone, dunque, di due aspetti concomitanti, in cui quello economico è dotato di natura sostanziale e quello finanziario, rappresenta il mezzo di manifestazione della vicenda economica nel sistema di scambio di mercato²³⁴. Di riflesso, anche gli atti gestori sono dotati della medesima natura bipartita, perciò nell’azienda ogni operazione economica ha vocazione di produrre implicazioni finanziarie (in termini diretti o mediati), allo stesso modo in cui ad ogni operazione di carattere finanziario corrisponde un aspetto economico²³⁵.

Alla luce di tale duplicità, la condizione di funzionamento delle aziende è vincolata al simultaneo rispetto dell’equilibrio afferente tanto alla dimensione più propriamente reddituale, che comprende quelle condizioni che hanno impatto sull’equilibrio tra componenti positivi e negativi di reddito, quanto alla dimensione monetaria, che invece accoglie condizioni che assicurano la continuità, soddisfacendo, momento per momento, l’equilibrio tra entrate e uscite di mezzi monetari. Le due estensioni del principio di economicità *non* sono, però, legate l’una all’altra da un vincolo di compresenza, tanto che è normale che nel tempo si creino fabbisogni o eccedenze di mezzi monetari. La gestione finanziaria svolge pertanto il ruolo di volano tra l’andamento reddituale e quello monetario, reperendo risorse finanziarie nel mercato e sostenendo un onere finanziario, quando si

²³³ Cfr. Amaduzzi (1961), 111. Nel medesimo lavoro, l’Autore distingue fra debiti e crediti di funzionamento, quando sostituiscono provvisoriamente gli incassi e i pagamenti, che rappresentano mezzi di scambio, e di finanziamento, per contro, quando questi derivano da movimenti prettamente monetari.

²³⁴ Amaduzzi (1961) precisa, a tale proposito, che “*nella economia di scambio, attuate per tramite della moneta, il sistema di imprese, che è un sistema economico, si svolge per tramite di manifestazioni monetarie e finanziarie*” (p.113). E prosegue “*Ché se poi l’impresa si svolgesse in un’economia di baratto, allora l’impresa, come sistema economico, non avrebbe la mediazione del ramo finanziario. Gli scambi fra beni troverebbero intera espressione nel ramo economico*”.

²³⁵ A ben vedere, tale duplicità emerge chiaramente dalla stessa modalità di rappresentazione contabile dell’attività d’impresa che si compone di una manifestazione finanziaria e di una economica. D’altronde, tale considerazione si riconosce ottimamente in una prospettiva prettamente finanziaria: “*Every decision made in a business has financial implications, and any decision that involves the use of money is a corporate financial decision. Defined broadly, everything that a business does fits under the rubric of corporate finance*” (Damodaran (2015), 1).

manifestino fabbisogni, o investendole lucrando un provento, quando si determinino eccedenze.

È in ciò che trova giustificazione l'affermazione che “*ogni decisione, ogni azione ed ogni atto amministrativo che riguardi risorse di capitale qualitativamente e quantitativamente contemplate sia nella loro origine («fonti»), sia nella loro destinazione («impieghi»)»*²³⁶ è normalmente attribuita alla funzione finanza; a ciò si aggiunge la generale attività di controllo finanziario che si estende anche alle “decisioni” ed “azioni” che non coinvolgono direttamente risorse di capitale. Usando le parole dell'autorevole Ferrero, l'oggetto della funzione finanza è, pertanto, la gestione del fattore capitale, nelle fasi tanto di acquisizione, quanto di utilizzo, allo scopo di “*conferire economica liquidità alla gestione dell'impresa*”²³⁷.

Se però, da un lato, l'equazione economica (i.e. il mantenimento dell'equilibrio economico) impone di essere verificata in un contesto temporale dilatato, ciò non vale, dall'altro, per l'equazione finanziaria (i.e. il soddisfacimento del fabbisogno finanziario), per la quale occorre misurare il vincolo temporale tanto nel breve quanto nel lungo termine²³⁸. Il verificarsi di una crisi di liquidità può, infatti, compromettere la vitalità dell'impresa, rendendo, ad esempio, poco fluide le negoziazioni con i fornitori (per l'incapacità di saldare i debiti di funzionamento) o con i clienti (per l'incapacità di concedere crediti commerciali); inoltre, non di rado, in situazioni di punte finanziarie, gli amministratori si concentrano sugli aspetti finanziari della gestione piuttosto che su quelli economici, ponendo scarsa attenzione alle condizioni tipiche dell'equilibrio economico, che, però, sono direttamente connesse con le attività da cui scaturisce la ricchezza. In altri termini, la sussistenza di uno solo dei due equilibri-tipo, pur nel rispetto dei relativi vincoli temporali, non consente all'impresa di conservare il proprio ordine di funzionamento nel tempo; ciò non toglie che possano fisiologicamente verificarsi

²³⁶ Cfr. Ferrero (1984), 2.

²³⁷ *Idem*, 2. Nell'estrema sintesi che contraddistingue l'Autore, si riconosce tutta la complessità che soggiace al configurarsi delle attribuzioni che possono essere destinate a questa funzione, le quali devono giocoforza confrontarsi con l'obiettivo di rendere l'impresa in grado di fronteggiare, in ogni momento, qualsiasi fabbisogno di capitale, in maniera tempestiva ed economicamente sostenibile, ossia compatibilmente con un'equilibrata situazione economica, in cui il flusso dei ricavi risulta stabilmente idoneo a coprire il flusso dei costi.

²³⁸ Sul tema specifico dell'equazione finanziaria si veda, *inter alia*, Giannessi (1982).

momenti in cui l'equilibrio economico e quello finanziario non sono simultanei o concorrenti, ma in un orizzonte di lungo periodo, l'uno senza l'altro non possono assicurare la permanenza dell'impresa.

La gestione finanziaria gioca, quindi, *“da cuscinetto tra la dinamica reddituale e quella monetaria, compensando i periodi in cui si determinano squilibri monetari con quelli in cui si manifestano eccedenze di cassa”*²³⁹. In particolari condizioni di gestione, il tentativo di rispettare l'equilibrio finanziario può portare ad un ricorso eccessivo all'indebitamento, con il rischio di pregiudicare (specie quando il capitale con vincolo di pieno rischio non è proporzionato al capitale con vincolo di rischio limitato) l'equilibrio reddituale dell'impresa e, addirittura, la sua stessa sopravvivenza. L'equilibrio finanziario va, pertanto, rispettato considerando attentamente i suoi riflessi sull'equilibrio reddituale, ricercando tali equilibri in modo simultaneo.

La stretta affinità fra due equilibri-tipo emerge chiaramente dalla considerazione dei due principali elementi costitutivi del fabbisogno finanziario. Il primo, cui si è già fatto cenno, è ravvisabile nella (a tratti fisiologica) mancata sincronizzazione tra entrate e uscite di denaro che si generano nel circuito della produzione; essa viene determinata dallo sfasamento tra il momento in cui si sostengono i costi e quello, in genere successivo, in cui si realizzano i ricavi. Il secondo elemento è riconducibile all'esigenza di sviluppo e al carattere evolutivo dell'equilibrio economico. Con tale ultima problematica si confrontano, specialmente, le scelte relative all'approvvigionamento dei fattori produttivi, la cui acquisizione avviene per l'impresa attraverso scambi di mercato, nei quali il carattere finanziario della gestione assume rilevanza più o meno marcata a seconda del fattore produttivo coinvolto. L'approvvigionamento dei beni strumentali, ad esempio, implica durevoli investimenti di capitale monetario, che trovano giustificazione nelle finalità (di lungo termine) di sostituzione, di razionalizzazione/ammodernamento, di espansione o, ancora, nelle finalità strategiche. L'approvvigionamento dei beni di consumo per la produzione risponde, invece, all'esigenza di stabilizzare la copertura di fabbisogni quantitativamente e qualitativamente determinati dalle

²³⁹ Cfr. Airoldi et al. (1994), 187.

esigenze della produzione ed è attuato attraverso la costituzione e il mantenimento di scorte di materie grezze, o semilavorate, o di prodotti finiti²⁴⁰; in questo contesto, il carattere finanziario della gestione non viene meno, ma risulta affiancato da rilevanti considerazioni di natura tecnico-economica, pertinenti ad esempio alla pianificazione della produzione, e così via.

In conclusione, anche al fine di dar conto delle più autorevoli posizioni della dottrina economico-aziendale italiana, che a lungo si è soffermata sull'ordine di funzionamento dell'impresa, pare opportuno fare cenno alla mancata assimilazione del principio di economicità con il criterio della massimizzazione del "profitto", che, non di rado, è stato accolto come fondamento delle posizioni di equilibrio nella teoria dell'impresa. Le imprese sono istituti economici in cui convergono interessi molteplici e non *"potrebbero durevolmente prosperare come sistema angustamente concepito in funzione soltanto del profitto"*²⁴¹. Il principio di economicità non si identifica, infatti, con un criterio "massimizzante", limitato e rivolto esclusivamente ad una classe di soggetti, ossia i soci conferenti capitale proprio, ma si traduce nel rispetto simultaneo delle condizioni favorevoli al durevole mantenimento e allo sviluppo dell'azienda. D'altronde, gli stessi soggetti conferenti capitale di pieno rischio sono generalmente attratti da prospettive di remunerazioni durevoli e di solidi sviluppi, piuttosto che da alti (ed episodici) profitti²⁴².

3.2 Le decisioni finanziarie nell'impresa: le scelte di finanziamento

I principi fondamentali della gestione finanziaria possono essere identificati facendo ricorso ad una schematizzazione delle decisioni aziendali; secondo una tripartizione comunemente accettata in letteratura, è possibile distinguere le decisioni "finanziarie": di investimento, di finanziamento e di dividendo²⁴³.

²⁴⁰ Per un approfondimento sul punto si veda, fra gli altri, Ferrero (1984).

²⁴¹ Cfr. Onida (1960) 81.

²⁴² In questa ottica, Onida (1960) precisa: *"La non effimera prosperità dell'impresa, pur tenuta a operare nel mercato secondo criteri di economicità aziendale, esige, non già la massimizzazione di un solo elemento, quale il profitto, ma la realizzazione di massimi simultanei progressivi, per quanto riguarda salari, dividendi e autofinanziamenti, dinamicamente insieme combinati e opportunamente contenuti al fine del loro mutuo rafforzamento, pur praticando - per i prodotti forniti dall'impresa - prezzi idonei a sostenere e a dilatare la domanda"* (91).

²⁴³ Fra i primi Autori ad aver proposto tale tripartizione si annovera senza dubbio Copeland et al. (1983). In seguito, tale approccio è stato adottato ed è riconoscibile in un numero consistente di contributi, fra i quali si ricordano Damodaran (2015), Ross, S. A. et al. (2016).

Rientrano nella prima categoria tutte le decisioni relative alla dotazione di beni in grado di assicurare il conseguimento di un rendimento adeguato al profilo di rischio dell'azienda; l'attività delle imprese si confronta, infatti, con risorse scarse (i.e. i fattori produttivi) che devono essere allocate tra esigenze concorrenti. È di tutta evidenza, in effetti, che l'impiego di capitale monetario per l'approvvigionamento di beni strumentali impedisce di utilizzare il medesimo capitale per l'approvvigionamento di beni di consumo, e così via.

In questa prima categoria è, dunque, possibile riconoscere decisioni di investimento sia a lungo termine, connesse con attività fisse e intangibili (il *capital budgeting*)²⁴⁴, sia a breve termine, relative alle attività correnti (la gestione del capitale circolante). Il *capital budgeting* deve conciliare il costo del capitale investito e i flussi di cassa futuri con la variazione del valore monetario, ma occorre tenere presente che le decisioni di investimento a lungo termine non sono le uniche in grado di generare rendimento. Anche le decisioni sul capitale circolante sono decisioni di investimento, in quanto costituiscono impiego del fattore capitale allo scopo di sostenere la produzione e, in definitiva, produrre reddito. In aggiunta non si può dimenticare che, a prescindere dall'orizzonte temporale di riferimento, anche le scelte che consentono di risparmiare denaro sono foriere dei cosiddetti ricavi passivi e dovrebbero, pertanto, rientrare fra quelle di questa specie.

Appartengono, invece, alla categoria delle decisioni di finanziamento quelle connesse alla ricerca della struttura finanziaria ottimale, in funzione della minimizzazione del costo del capitale (monetario) impiegato e della massimizzazione del valore dell'impresa; tali decisioni si traducono nell'effettivo impiego del debito e del capitale proprio, nonché delle altre fonti di capitale interne ed esterne. Le decisioni di finanziamento si basano sull'assunto che esista (e si possa tendere a realizzare) una combinazione ottimale delle fonti di capitale monetario, in grado di rispettare il vincolo di economicità; i motivi vanno ricercati nel *trade-off* associato ai diversi livelli di indebitamento, in cui costi e benefici non

²⁴⁴ In questa sotto-categoria non pare illogico - ed è anzi sostenuto da Damodaran (2015) - inserire anche le decisioni strategiche sui mercati da aggredire e sulle acquisizioni di altre società.

tendono necessariamente ad annullarsi e possono rappresentare effetti incentivanti alla variazione della struttura finanziaria.

Infine, le decisioni di dividendo si identificano con le modalità di restituzione dei flussi di cassa eccedenti il fabbisogno generato dalle opportunità di investimento in grado di creare valore²⁴⁵.

3.2.1 Le principali problematiche e gli aspetti teorici delle scelte di finanziamento

*“There are only two ways in which any business can raise money—debt or equity. This may seem simplistic, given the array of choices firms have in terms of financing vehicles”*²⁴⁶. Ciò non smentisce certo l’approccio adottato nell’analisi economico-aziendale proposta in questo capitolo; infatti, la bipartizione del fattore produttivo “capitale monetario” sulla base del vincolo di rischio (che può essere pieno o limitato) risulta confermata; più nello specifico, con il termine di “debito” ci si riferisce generalmente al capitale monetario con vincolo di rischio limitato; viceversa, il capitale monetario con vincolo di pieno rischio è definito semplicemente “capitale”; qualsiasi titolo di credito che condivide le caratteristiche di entrambe le categorie è uno mezzo di finanziamento ibrido.

Prima di passare in rassegna i principali contributi teorici inerenti le decisioni di finanziamento, occorre rammentare che la combinazione fra debito e capitale può essere analizzata assumendo due prospettive d’osservazione: la prima “verticale”, è relativa al rapporto tra le diverse fonti di finanziamento, ossia fra patrimonio netto e finanziamenti a titolo di debito, mentre la seconda “orizzontale”, è relativa al rapporto tra le fonti di finanziamento e le diverse tipologie di impieghi.

Le moderne teorie sulla struttura finanziaria discendono in larga misura dal lavoro seminale di Modigliani e Miller ai quali si deve l’aver fornito, per primi, una visione organica dell’analisi della struttura finanziaria, basata sulla valutazione costi-benefici, quando era convinzione diffusa che questa fosse principalmente retaggio dalle preferenze individuali del management.

²⁴⁵ Per approfondimenti sul tema si rimanda, fra l’altro, a Damodaran & Roggi (2015).

²⁴⁶ Cfr. Damodaran (2015), 285.

La prima formulazione del teorema di Modigliani-Miller²⁴⁷ si basa sui presupposti (puramente ideali) di assenza di imposte, di costi diretti e indiretti connessi al rischio di dissesto finanziario e assenza di costi di agenzia, di asimmetrie informative, di frizioni e di costi di transazione. Il teorema postula: 1) il valore di mercato di un'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria; 2) il costo del capitale di rischio di un'impresa indebitata è pari alla somma fra il costo del capitale di un'impresa priva di debito e un premio per il rischio. In questo contesto, un aumento della leva finanziaria implica una modifica della distribuzione del rischio finanziario tra le diverse categorie di investitori, ma il rischio complessivamente associato all'impresa non varia, non dando, così, luogo ad alcuna creazione di valore aggiuntivo²⁴⁸. Tale assunto consente di distinguere le decisioni di investimento da quelle di finanziamento e riconosce nelle prime la causa della formazione del valore.

Nel tentativo di migliorare il teorema (bersaglio di numerose critiche in ragione del suo elevato grado di astrattezza), Modigliani e Miller propongono una seconda formulazione, introducendo l'effetto delle imposte societarie sul reddito²⁴⁹; il valore dell'azienda risulta positivamente correlato al suo livello di indebitamento, se si considera il costo del capitale proprio come fiscalmente non deducibile per l'impresa, diversamente da quello del capitale di debito, che può, invece, essere detratto dalla base imponibile. Le imprese traggono, dunque, un vantaggio fiscale dal ricorso al debito, così che, in assenza di svantaggi, la struttura finanziaria ottimale per l'impresa sarebbe quella finanziata interamente con debito.

Tuttavia, pur alla luce della seconda proposizione, la teoria configurata da Modigliani e Miller non riesce a superare l'originale impostazione generale,

²⁴⁷ Cfr. Modigliani & M. H. Miller (1958).

²⁴⁸ Gli Autori riconoscono che il debito aumenta il rendimento atteso dell'investimento degli azionisti; ma evidenziano anche l'aumento del rischio d'impresa; attraverso una serie di passaggi essi dimostrano come ad un aumento del rischio corrisponda esattamente un aumento del rendimento atteso e come, di conseguenza, gli azionisti non possano essere né più ricchi, né più poveri. In questo senso, si veda *inter alia* Miglietta, N. (2004).

²⁴⁹ Si veda Modigliani & Miller (1963). Un interessante ampliamento della teoria di Modigliani-Miller, sulla scorta della seconda proposizione, è stato avanzato da Miller (1977), quando parla di introdurre anche le imposte personali, oltre a quelle societarie: l'autore identifica nuovamente l'irrelevanza della struttura finanziaria, anche se riconosce situazioni in cui il modello potrebbe perdere la sua validità generale.

omettendo di considerare la componente dei costi associati ad una decisione di finanziamento orientata *unicamente* al ricorso al debito, come - ad esempio - i costi connessi con il rischio di dissesto, o i costi d'agenzia tra gli organi di governo e la proprietà. Proprio queste ultime due tipologie di costi hanno formato la base delle più recenti teorie sulla struttura finanziaria e, in particolare, della *Trade-off theory* (TOT) e della *Pecking-order Theory* (POT), nonché quelle basate sulle teorie dei costi d'agenzia. L'evoluzione delle proposizioni elaborate da Modigliani e Miller e il progressivo abbandono delle ipotesi legate all'esistenza di un mercato perfetto impongono un naturale ripensamento circa il ruolo della politica del debito e favoriscono l'affermarsi di teorie che condividono la rilevanza della combinazione delle fonti di finanziamento rispetto al valore dell'impresa²⁵⁰.

3.2.2 (segue): la *Trade-off Theory*

La teoria del *trade-off*, che può considerarsi l'evoluzione più diretta della teoria classica dell'irrelevanza della struttura finanziaria di Modigliani e Miller²⁵¹, si basa sull'idea che le imprese scelgano quanto debito e capitale utilizzare, bilanciando i benefici e i costi ad essi connessi²⁵². Il *trade-off* fra vantaggi e svantaggi legati al debito implica, in concreto, una maggiore (minore) convenienza ad incrementare (diminuire) il livello dell'indebitamento, oppure del capitale netto dell'impresa.

In linea di principio, il debito offre due vantaggi rispetto al capitale di rischio: da una parte, il beneficio fiscale della deducibilità degli interessi passivi del debito e, dall'altra, la capacità degli obblighi derivanti dalla restituzione del debito di disciplinare l'attività dei manager. Nello specifico, si ritiene che, in presenza di imposte societarie e di deducibilità fiscale degli interessi passivi, il valore di mercato dell'impresa possa aumentare in funzione dell'incremento dell'indebitamento privo di rischio; a ciò si contrappone l'effetto derivante

²⁵⁰ In ogni caso si segnala che autorevole dottrina riconosce un certo grado di indeterminatezza sui temi inerenti la struttura finanziaria dell'impresa: "*There is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one*" (Myers (2001), 81). Per una sintetica quanto efficace rappresentazione delle principali teorie si rimanda anche a Abeywardhana (2016).

²⁵¹ In questo senso, Miglietta (2004), 42.

²⁵² L'impostazione prevalente della teoria del *trade-off* è fornita da Miller (1977), che si è proposto di ridefinire il ruolo della variabile fiscale quale determinante nelle scelte di struttura finanziaria d'impresa, rispetto alla formulazione proposta da Modigliani, F. & Miller, M. H., (1963): in particolare, in presenza di imposte personali, l'Autore amplia le conclusioni precedentemente raggiunte, rafforzando il tema dell'irrelevanza della struttura finanziaria.

dall'imposizione personale sulle rendite di capitale e sulla connessa possibilità di decidere opportunamente su quale soggetto scaricare l'onere del debito; nello specifico, l'investitore può ottenere la stessa distribuzione probabilistica dei ritorni attraverso strategie alternative di investimento in titoli rischiosi sostituendo l'indebitamento societario con l'indebitamento a livello personale. D'altro canto, il ruolo "disciplinare" del debito si ricava dall'osservazione che i manager di aziende che hanno a disposizione ingenti flussi di cassa operativi, o un debito basso o inesistente, hanno a disposizione un cuscinetto di cassa così capiente contro eventuali errori da non aver quasi alcun incentivo nel perseguire progetti efficienti. Prendere a prestito denaro con il vincolo del rischio limitato (debito) implica l'impegno ad effettuare pagamenti di interessi e capitale, aumentando il rischio di default su progetti con rendimenti inferiori alla norma²⁵³.

Parallelamente, l'indebitamento implica il sostenimento di alcuni costi fra cui, su tutti, si segnala il costo atteso del fallimento, che incide negativamente sul valore dell'impresa in misura pari al prodotto fra il valore attuale dell'ammontare dei costi di fallimento e la probabilità che il fallimento si verifichi; il "fallimento" identifica, in particolare, una situazione in cui i flussi di cassa generati dall'impresa non sono sufficienti a soddisfare tutti gli obblighi connessi al debito; anche se il mancato pagamento puntuale di una quota di capitale o di interessi non è sufficiente a configurare la normale accezione di fallimento, il segnale di inadempienza che ne deriva può implicare una serie di costi, sia diretti (come le spese legali e amministrative del fallimento e gli effetti finanziari dei ritardi nel pagamento dei flussi dovuti) sia indiretti (legati alla percezione dell'ambiente esterno di un

²⁵³ Gli effetti "disciplinanti" del debito, la cui prima considerazione si deve a Jensen (1989), assumono rilevanza soprattutto in una prospettiva predittiva: infatti, quale conseguenza dell'ipotesi che i manager abbiano una scarsa propensione all'uso di fonti di finanziamento esterne (*i.e.* debiti), che potrebbero ridurre la libertà nell'utilizzo dei flussi di cassa, è verosimile ipotizzare che, in presenza di un'elevata managerializzazione dell'impresa, il livello di debito prescelto sia più basso di quello stimato in funzione della massimizzazione della ricchezza degli azionisti. A corollario di questa considerazione si rileva che i rapporti di indebitamento delle imprese operanti in Paesi dove agli azionisti è garantito un minore potere sui manager, saranno più bassi del livello ottimale (che consente di massimizzare il valore dell'impresa), poiché i secondi potranno, con maggiore autonomia, contenere il ricorso al debito, così da evitare i vincoli intrinseci nell'uso della leva. Viceversa, qualora gli azionisti godano di maggiore potere nei confronti dei manager, essi premeranno per incrementare il ricorso a fonti di finanziamento terze, per massimizzare il valore di mercato dell'impresa. Sul punto si veda, *inter alia*, Damodaran (2015), 321 ss.

crescente rischio di dissesto)²⁵⁴. I costi del fallimento incidono sulla credibilità dell'impresa nei rapporti con i diversi *stakeholder* e, di conseguenza, inducono comportamenti preventivamente cautelativi delle controparti che generano costi²⁵⁵.

Al novero dei costi connessi all'indebitamento si aggiungono, inoltre, i cosiddetti costi di agenzia, che derivano dal conflitto fra le preferenze espresse dagli investitori di pieno di rischio e quelle dei creditori e che si traducono, ad esempio, in tassi d'interesse più elevati o nella rinuncia di parte della libertà nel processo decisionale²⁵⁶. Ciò emerge chiaramente, se si considera che gli investitori in capitale di rischio, cui spetta il diritto residuale sui flussi di cassa dell'impresa, tenderanno a favorire azioni che aumentino il valore delle loro partecipazioni, anche a discapito della capacità dell'impresa di adempiere alle obbligazioni creditizie. In virtù del fatto che tali investitori esercitano generalmente un certo controllo sulla gestione dell'impresa, è plausibile che i loro interessi prevalgano sugli interessi dei creditori, a meno che questi ultimi non intraprendano azioni conservative, volte a preservare e, possibilmente, ad aumentare la certezza che l'impresa rispetti le proprie obbligazioni.

È dunque dal conflitto d'agenzia tra azionisti e creditori che sorge, infine, l'ultimo fra i costi del debito: la riduzione della flessibilità operativa. L'introduzione di vincoli a tutela delle pretese creditorie riduce, infatti, la flessibilità con cui le imprese assumono le decisioni di investimento, finanziamento o dividendo, ed inficia la possibilità di disporre di riserve in caso di necessità. In linea di principio, la flessibilità finanziaria consente all'impresa di preservare una certa capacità di investimento in progetti opportunistici futuri²⁵⁷; a ben guardare, quello che, da una

²⁵⁴ La definizione dei costi indiretti del fallimento è piuttosto incerta: in via esemplificativa, vi rientrano gli effetti di riduzione della domanda conseguenti al timore di non ricevere servizi post-vendita, l'inasprimento dei termini di pagamento da parte dei fornitori, o delle condizioni di credito cui l'impresa accede, finanche a giungere a situazioni di *capital rationing*, la perdita di validi investimenti, e così via. Per un approfondimento (pur se datato) circa il ruolo del sistema giuridico nella determinazione dei costi legati al fallimento si rimanda a Rajan & Zingales (1995).

²⁵⁵ In tal senso si veda Titman (1984); l'individuazione di tale componente presenta analogie con i rilievi effettuati da Shapiro (1985).

²⁵⁶ A questo proposito, si pensi alle clausole contrattuali con cui il debitore si impegna a destinare, in via prioritaria rispetto ad ogni altra forma di impiego, i flussi di cassa operativi al rimborso delle quote di capitale e di interessi (note anche con il nome di *cash-sweep clauses*).

²⁵⁷ In questo senso, il valore della flessibilità dovrebbe derivare da due variabili, vale a dire: l'accesso al mercato dei capitali, da una parte, e il rendimento potenziale sui nuovi investimenti, dall'altra. È, infatti, di tutta evidenza che le imprese che hanno accesso illimitato al mercato dei capitali non

parte, rappresenta un costo connesso all'indebitamento, dall'altra, può costituire un vantaggio per l'impresa, in quanto il management potrebbe operare con maggiore rigore nell'assunzione delle decisioni di investimento e, più in generale, nella gestione delle risorse disponibili per l'impresa.

Riassumendo, la TOT afferma che esiste una struttura finanziaria ottimale a livello delle singole imprese, equivalente al livello di indebitamento che ne massimizza il valore, ottimizzando il *trade-off* esistente tra il vantaggio fiscale del debito e il valore attuale dei costi di fallimento²⁵⁸. Sebbene non manchino le critiche che, specialmente sulla base di evidenze empiriche, hanno sostenuto la scarsa incidenza dei costi del fallimento sul valore dell'azienda, pur risultando ingenti in valore assoluto²⁵⁹, in definitiva è possibile riscontrare un certo accordo sull'esistenza di un legame inverso tra probabilità di fallimento e debito e sul riferimento al rischio operativo dell'impresa. In effetti, la perdita di valore connessa ai costi di fallimento dipende dalla probabilità che il fallimento si verifichi, ma essa è sovente ricondotta nell'ambito del rischio operativo dell'impresa.

Una volta chiarite le dinamiche che, secondo la teoria del *trade-off*, ispirano le decisioni di finanziamento, occorre ancora rilevare che la letteratura ha riconosciuto tre prospettive alternative in base alle quali le imprese definiscono la propria struttura finanziaria, implicitamente bilanciando tra costi e benefici delle diverse fonti: la prima verte sulla fase del ciclo di vita in cui l'impresa si trova²⁶⁰: per cui

hanno necessità di mantenere la capacità di ricorso al debito per intraprendere nuovi investimenti. Inoltre, un'azienda che opera in un mercato maturo, dove i nuovi investimenti garantiscono una remunerazione del capitale di rischio solo sufficiente, riconosce alla flessibilità un valore più contenuto di quello attribuito da un'azienda che opera in un mercato in espansione, in cui gli investimenti possono garantire rendimenti elevati; in questo senso, Damodaran (2015), 318.

²⁵⁸ Giova per completezza rammentare che, sulla base della formulazione di Miller, De Angelo & Masulis (1980) dimostrano l'esistenza di una struttura finanziaria ottimale per la singola impresa, inserendo l'ipotesi di esistenza di scudi fiscali diversi dal debito. Gli Autori si riferiscono alla possibilità che l'impresa possa beneficiare, congiuntamente, della deducibilità degli oneri finanziari e dello stanziamento, per esempio, di ammortamenti anticipati, oppure di altri benefici fiscali connessi alle caratteristiche della propria attività, o agli investimenti effettuati. Per un'esplicitazione della teoria del *trade-off* in termini dinamici si veda Fischer et al. (1989); per approfondimenti ulteriori si rimanda, fra l'altro, a Miglietta (2004), 52 ss.

²⁵⁹ Sul punto, vale la pena citare i contributi di Warner (1977) e Altman (1984).

²⁶⁰ In genere, le *start-up* e le imprese in rapida espansione usano con parsimonia il debito; infatti, nelle fasi di avvio e di crescita elevata, i benefici fiscali per le imprese derivanti dall'utilizzo del debito tendono ad essere ridotti o inesistenti perché i guadagni derivanti dagli investimenti esistenti sono bassi, o negativi. I proprietari di queste aziende sono solitamente coinvolti attivamente nella gestione di queste aziende, riducendo la necessità di debito come meccanismo disciplinare. A ben

le imprese ad alta crescita tenderanno ad usare il debito meno delle imprese più mature; la seconda prevede che le imprese scelgano il proprio mix di finanziamento in funzione delle altre aziende nel loro settore; la terza prospettiva implica che le imprese plasmino la struttura finanziaria sulla base delle proprie preferenze nei confronti delle diverse fonti di finanziamento e che si discostino da queste ultime solo quando non hanno scelta²⁶¹.

3.2.3 (segue): la *Pecking-order Theory*

Nel medesimo solco tracciato dalla teoria di Modigliani e Miller, di cui condivide le ipotesi di perfetta informazione, e non dissimilmente dalla prospettiva di applicazione dei principi della teoria del *trade-off*, si pone la *Pecking-order Theory* (POT)²⁶². In via di prima approssimazione, la teoria postula che nel perseguire la struttura finanziaria ottimale le imprese seguano uno schema gerarchico ben preciso nella scelta delle fonti di finanziamento: utili non distribuiti, debito e, solo in ultima *ratio*, l'emissione di nuove azioni. In questa prospettiva, le decisioni di dividendo si muovono in maniera complementare, per cui il tasso di distribuzione dei dividendi viene adeguato alle opportunità di investimento da finanziare, così da privilegiare opzioni di finanziamento con fonti interne.

Secondo le statuizioni della *POT*, le variabili chiave del processo decisionale nella formazione della struttura finanziaria sono: il controllo e la flessibilità. Dal momento che il ricorso a metodi di finanziamento esterni ha vocazione a ridurre la flessibilità, quando avviene a debito, ed il controllo, quando avviene tramite il ricorso a nuovo capitale di rischio, il management preferirà ricorrere in prima istanza all'autofinanziamento, anche per evitare i costi di transazione associati alle altre forme di finanziamento e, solo in assenza di questo, si muoverà lungo l'ordine di scelta. In caso di ricorso al finanziamento esterno, l'avversione al rischio di perdere controllo o flessibilità comporterà che l'impresa emetta prima i titoli più

vedere, tale condizione non è dissimile (quantomeno negli effetti) da quella delle imprese familiari, di cui si dirà fra breve. Le aziende fanno generalmente ricorso al debito, quando si avvia il rallentamento della crescita e quando il flusso di cassa, derivante da investimenti esistenti, diventa più grande e prevedibile. I rapporti di debito in genere raggiungono il picco quando le imprese sono in fase di maturità.

²⁶¹ Per un approfondimento sul tema, si rimanda a Damodaran (2015), 327 ss.

²⁶² La teoria è descritta in Myers (1983) e forma la base su cui si sviluppa il successivo lavoro di Myers & Majluf (1984).

sicuri, ossia, che essa prima ricorra al debito e solo dopo, se opportuno, all'emissione di azioni.

A sostegno della teoria, che gode di numerose evidenze empiriche, è possibile individuare genericamente due motivazioni teoriche: la teoria manageriale, da un lato, e la teoria delle asimmetrie informative, dall'altro.

Il principale sviluppo della teoria manageriale si deve a Donaldson (1961), secondo cui l'obiettivo di massimizzare il patrimonio aziendale in un arco di tempo medio-lungo, perseguito dal management, garantirebbe una gestione dell'impresa orientata ad una crescita sostenibile in termini di competitività delle combinazioni prodotto-mercato. *“Il desiderio di autonomia, autosufficienza, controllo dell'investimento strategico, impongono il finanziamento della crescita con fonti continue, affidabili e libere da restrizioni discrezionali”*²⁶³. L'ipotesi manageriale evidenzia, peraltro, un divario fra gli obiettivi della proprietà, orientata alla massimizzazione della ricchezza degli azionisti, e quelli del management, il cui scopo, come detto, è la massimizzazione del patrimonio aziendale. Nella ricostruzione di Donaldson (1961) tale divario potrebbe essere spiegato da una non efficienza del mercato azionario, che in definitiva non apprezzerrebbe le medesime variabili di attenzione adottate dal management.

Con riferimento al contributo di Donaldson (1961) occorre ancora considerare il ruolo riconosciuto alla struttura proprietaria delle aziende; l'Autore ha osservato, in particolare, che i dirigenti delle imprese possedute da un gruppo familiare di riferimento godono addirittura di maggior libertà di scelta e realizzazione degli obiettivi economico-finanziari; ciò implica che la proprietà concentrata non comporterà necessariamente il prevalere dell'interesse dell'azionista (*i.e.* la famiglia) sul sistema degli obiettivi economico-finanziari dell'impresa.

La teoria dell'ordine di scelta è stata ricondotta nell'ambito della teoria finanziaria moderna da Myers & Majluf (1984), attraverso l'analisi delle asimmetrie informative esistenti tra impresa e mercato finanziario; queste sarebbero in grado

²⁶³ Cfr. Miglietta (2004), 56.

di influenzare le decisioni di finanziamento, confermando il principio dell'esistenza di una precisa gerarchia tra le fonti²⁶⁴.

Nello specifico, Myers & Majluf (1984) osservano che l'impresa vanta una conoscenza migliore delle proprie prospettive future, rispetto ai mercati finanziari cui essa accede; per questo motivo, i mercati possono sottostimare o sovrastimare i titoli emessi dalle imprese. In presenza di informazione asimmetrica, le imprese che ritengono che i loro titoli siano sottovalutati, date le loro prospettive future, potrebbero essere inclini a rifiutare buoni progetti piuttosto che aumentare i finanziamenti esterni; in alternativa, le imprese che ritengono che i loro titoli siano sopravvalutati hanno maggiori probabilità di emettere titoli, anche in assenza di progetti concreti. Con la medesima logica, le imprese che prevedono per i propri investimenti un rendimento non troppo elevato saranno più propense ad emettere nuovi titoli di capitale, in quanto i vecchi partecipanti al capitale dovranno condividere con quelli nuovi un rendimento inferiore; se, per contro, il rendimento atteso fosse assai elevato, gli stessi preferirebbero ricorrere al debito, per non dividere profitti notevoli con i partecipanti.

La teoria dell'ordine di scelta non comporta dunque l'esistenza di una combinazione ottimale tra debito e capitale, ma la struttura del capitale dell'impresa è il risultato delle decisioni di investimento precedenti e delle risorse reinvestibili generate internamente. La *POT* è stata oggetto, negli anni, di numerose varianti, che - specialmente all'esito dell'eliminazione di alcune ipotesi - hanno condotto a riconsiderare il finanziamento tramite l'emissione di azioni preferibile al ricorso al debito in presenza di costi di fallimento e di costi di agenzia²⁶⁵.

²⁶⁴ La teoria di Myers & Majluf (1984) si basa su ipotesi piuttosto restrittive, vale a dire: assenza di imposte e costi transazionali, tasso di interesse privo di rischio nullo e mercato finanziario efficiente (nel senso che traduce nei prezzi e nei rendimenti le informazioni pubblicamente disponibili).

²⁶⁵ Per una approfondita rassegna dei principali contributi della letteratura, si rimanda a Miglietta (2004). Attenzione particolare, è stata riservata alla teoria dei segnali, che già in Myers & Majluf (1984) rivestiva un ruolo centrale e si basa su modelli che considerano le decisioni di finanziamento come uno strumento di divulgazione di informazioni; in proposito, si vedano fra l'altro: Ross, S. A. (1977); Daniel & Titman (1995); Brealey et al. (1977); Heinkel (1982). In questo contesto, è interessante considerare che il modello di Brealey et al. (1977) stabilisce che una maggior frazione di capitale proprio, detenuta dall'imprenditore, è indice di maggiore qualità dell'impresa ed implica la fiducia del proprietario dell'impresa che, in luogo di cedere una parte della propria quota per sostenere l'investimento, ricorre al finanziamento tramite debito: esisterebbe dunque una relazione positiva tra livello di indebitamento e valore o redditività dell'impresa.

3.2.4 (segue): le teorie del *trade-off* basate sui costi d'agenzia

Infine, ancora sulla scorta dei contributi di Modigliani e Miller, rispetto ai quali tuttavia viene meno l'ipotesi di informazione simmetrica, e nell'ambito delle teorie del *trade-off*, è ancora il caso di citare le teorie basate sui costi d'agenzia; tali teorie si distinguono dalle teorie dell'ordine di scelta, con le quali condividono l'abbandono dell'ipotesi di informazione simmetrica, in base alla tipologia di asimmetria informativa di cui si ammette l'esistenza; le prime si basano, infatti, sullo studio di casi di selezione avversa (si pensi alle ipotesi di Myers & Majluf (1984)), le seconde su problemi legati all'azzardo morale.

Uno degli esempi più classici delle teorie basate sui costi di agenzia si basa sul modello di Jensen & Meckling (1976) e prevede che la scelta della struttura finanziaria ottimale derivi dal *trade-off* tra costi di agenzia del debito e costi di agenzia del capitale di rischio; i costi d'agenzia, nello specifico, equivalgono ai costi di monitoraggio (o, in alternativa, alla rinuncia di parte dell'incremento di valore dell'impresa) che azionisti e creditori dovrebbero sostenere per limitare l'ambito di discrezionalità del management e ridurre il rischio di comportamenti sub-ottimali²⁶⁶. La formulazione proposta da Jensen & Meckling (1976) mira a delineare una teoria della struttura della proprietà aziendale, piuttosto che della "struttura del capitale", in cui è cruciale determinare non solo l'importo relativo di debito e capitale, ma anche la frazione di capitale detenuta dal management.

Tutto ciò è conseguenza della circostanza che il management mostra una curva di utilità che esprime (sotto certe condizioni) il tasso marginale di sostituzione tra vantaggi pecuniari (allineati al valore dell'impresa, ossia alle preferenze della proprietà e di creditori) e vantaggi non pecuniari (derivanti dalla posizione direttiva, quali *benefit*, tangibili e non, economici e di status). Nel caso di risorse finanziarie limitate, nel massimizzare la propria utilità, il management potrebbe destinare a *benefit* (e non a nuovi investimenti) una quota dei flussi di cassa superiore a quella che destinerebbe se fosse l'unico proprietario dell'impresa, generando - di conseguenza - sub-ottimi decisionali. I costi di agenzia del capitale di rischio

²⁶⁶ Altri esempi di teorie sulla struttura finanziaria basate sui costi d'agenzia sono: la teoria dei costi d'agenzia del free cash flow formulata da Jensen (1986); e la teoria dei costi transazionali di Williamson (1988).

equivalgono, pertanto, a “*expending resources to alter the opportunity the owner-manager has for capturing non-pecuniary benefits*”²⁶⁷; ne consegue che il costo di agenzia sarà minore in corrispondenza di un minore ricorso al capitale di rischio proveniente da soggetti diversi dai manager, o di un maggiore ricorso al finanziamento tramite debito²⁶⁸.

Un’impresa potrebbe, paradossalmente, minimizzare il costo di agenzia del capitale di rischio, finanziando i propri investimenti esclusivamente tramite debito - cui, tuttavia, sono associati costi d’agenzia, connessi al rapporto tra azionisti e fornitori esterni di capitale di credito e derivanti, in particolare, dal cosiddetto *risk shifting* (o *asset substitution*). In linea di principio, la proprietà sopporta i costi del fallimento in misura limitata al proprio investimento e il rischio di fallimento, associato a un dato investimento, ricade anche sui creditori; in questo senso, tanto maggiore sarà il ricorso all’indebitamento, quanto più la proprietà e il management saranno incentivati ad intraprendere progetti d’investimento rischiosi, dal momento che i creditori sopporteranno il rischio, laddove la proprietà beneficerà del rendimento qualora il progetto vada a buon fine²⁶⁹. I creditori “razionali”, di conseguenza, tenderanno ad incorporare questa informazione nel processo di determinazione del tasso di interesse, richiedendo un tasso (o uno sconto sull’acquisto del titolo) tanto maggiore quanto maggiore sarà l’incentivo dell’impresa al *risk shifting*. Sono generalmente considerati costi di agenzia del debito, non contrariamente a quelli individuati nella teoria del *trade-off*: a) i costi

²⁶⁷ Così Jensen & Meckling (1976), 323. L’Autore prosegue precisando: “*These methods include auditing, formal control systems, budget restrictions, and the establishment of incentive compensation systems which serve to more closely identify the manager’s interests with those of the outside equity holders, etc*”

²⁶⁸ Miglietta (2004) in proposito, ricorda che “*In situazioni di elevati flussi di cassa disponibili e ridotte alternative di investimento profittevoli, gli autori sostengono che l’obbligo di far fronte al servizio di debito riduce la discrezionalità del management e quindi il rischio di suoi comportamenti sub-ottimali nei confronti degli azionisti*” (66).

²⁶⁹ I prestatori di capitale di credito, infatti, sopportano il rischio di default dell’iniziativa imprenditoriale indipendentemente dal (maggiore) rendimento della stessa; in altri termini, i creditori non possono beneficiare degli effetti del rapporto rischio-rendimento, come avviene per gli investitori in capitale di pieno rischio, ma ne sopportano il costo (che trova traduzione monetaria nel tasso di interesse). Sul punto si veda, *inter alia*, Fama & M. H. Miller (1972); a ciò si aggiunga che, in presenza di asimmetrie informative fra manager/proprietà e creditori, questi ultimi non sono in grado di valutare compiutamente l’adeguata remunerazione del rischio di credito e i primi avranno dunque maggior incentivo a finanziare a debito gli investimenti rischiosi. Non sfugge che questa considerazione sia, in buona parte, condivisa dalle teorie dei segnali.

di controllo e di imposizione/esercizio di vincoli all'operare del management; b) i costi di fallimento che includono anche i costi connessi ai contratti di agenzia impresa-clienti, impresa-fornitori, impresa-addetti; c) la perdita di valore per decisioni di investimento sub-ottimale indotte dalla presenza di debito.

In definitiva, in presenza di risorse finanziarie limitate, il management-azionista ricorrerà al debito fino a che l'incremento marginale di valore degli investimenti sarà maggiore del costo marginale di agenzia del debito, a sua volta inferiore al costo di agenzia del capitale di rischio: ossia fino a raggiungere la combinazione di debito e capitale che minimizza i costi di agenzia.

3.3 Le decisioni di finanziamento nelle imprese familiari

3.3.1 L'applicabilità delle teorie classiche allo studio delle imprese familiari

Nello studio dell'impresa familiare, si è già fatto riferimento alla necessità di riconsiderare i modelli finanziari tipici cui la funzione finanza si conforma nello svolgere la propria attività²⁷⁰; nondimeno, è opinione diffusa che buona parte della ricerca abbia adottato un approccio puramente descrittivo in merito alle decisioni di finanziamento di queste imprese, avvalendosi delle teorie classiche della finanziaria e tralasciando di considerare le caratteristiche proprie delle imprese familiari²⁷¹.

Prima di delineare in maniera più acribica il quadro di riferimento della letteratura in materia di decisioni di finanziamento nelle imprese familiari, si ritiene utile soffermarsi brevemente sulla validità e sull'applicabilità dei modelli sviluppati dalle teorie classiche, cui si è fatto riferimento nelle pagine precedenti; mentre, da

²⁷⁰ Va precisato che la funzione assume connotati diversi, in funzione delle peculiarità gestionali e settoriali delle singole imprese. Specialmente nelle piccole realtà produttive e in quelle familiari, la gestione finanziaria non si realizza per mezzo di apposite strutture, ma compete direttamente alla proprietà, o confluisce nell'area amministrativa; ciò non toglie che l'area finanza possa essere operativamente distinta dalle altre funzioni aziendali. Tale constatazione, peraltro, sembra essere del tutto allineata con l'osservazione che le piccole e medie imprese (in cui prevale la funzione produttiva) siano caratterizzate da un debole collegamento fra scelte di finanziamento e decisioni di investimento, oltre che da una certa difficoltà nel pianificare le esigenze finanziarie. Ciò, a ben vedere, non può che facilitare il predominio di una logica non prettamente economico-finanziaria nelle entità in cui si realizza una coincidenza fra proprietà, direzione e funzione finanziaria. In argomento, per un ampio riferimento bibliografico, si rimanda a Giacosa (2015a), 33.

²⁷¹ Fra gli altri, si rimanda in particolare a Koropp et al. (2013); Koropp et al. (2014); Gottardo & Maria Moisello (2014); Gottardo & Moisello (2018).

un lato, sembra essere ormai appurato che la teoria dell'agenzia riesce a descrivere il funzionamento delle imprese familiari con un grado di significatività non sufficiente²⁷², la *POT* e la *TOT* sembrerebbero godere di qualche vantaggio in termini di applicabilità. Nello specifico, la letteratura è ricca di studi empirici che sembrano evidenziare come le dinamiche decisionali nelle imprese familiari possano, in una certa misura, essere riconducibili allo schema tratteggiato dalla *POT*²⁷³. Tale affinità, a ben vedere, emerge immediatamente dalla considerazione che la teoria dell'ordine di scelta individua nel controllo e nella flessibilità le variabili chiave del processo decisionale nella formazione della struttura finanziaria: *in questo senso, è chiaro che l'indipendenza e il controllo della famiglia sull'impresa familiare sono, a maggior ragione, idonee ad influenzare le decisioni di finanziamento.*

A sostegno dell'ipotesi che le relazioni tra le variabili esplicative della struttura finanziaria dell'impresa familiare si collocano a favore della teoria dell'ordine di scelta, un fondamentale contributo è offerto da Romano et al. (2001); secondo l'Autore, la dimensione, l'industria di appartenenza, l'età dell'impresa, il controllo della famiglia, gli obiettivi aziendali e i piani per perseguire la crescita contribuiscono a vario titolo a determinare la struttura finanziaria di un'impresa familiare. Nell'interesse di presente lavoro, si rilevano specialmente le relazioni che sembrerebbero sussistere fra dimensione dell'impresa e crescita, da una parte, e struttura finanziaria, dall'altra. In effetti, secondo parte della letteratura²⁷⁴, l'approccio dell'ordine di scelta è particolarmente adatto a spiegare le decisioni di finanziamento nelle piccole imprese, sulla base della considerazione che i costi associati ai finanziamenti esterni sono più elevati rispetto alle grandi imprese; le

²⁷² Basti pensare alle considerazioni sulla mitigazione dei conflitti di agenzia (e dei costi associati) derivanti dalla corrispondenza tra organo proprietario (azionisti) e organo controllante (manager); o al medesimo ruolo che in questo senso gioca l'interesse della famiglia nella sopravvivenza di lungo periodo dell'impresa e nella propria reputazione; o al ruolo dell'altruismo asimmetrico. Per una più ampia considerazione in merito all'utilizzo della teoria dell'agenzia allo studio delle imprese familiari si rimanda al 1.3.1 La teoria dell'agenzia.

²⁷³ In questa direzione si pongono, fra l'altro: Coleman & Carsky (1999); Maherault (2004); Anderson & Reeb (2003); Lopez-Gracia & Sanchez-Andujar (2007); King & Santor (2008); Setia-Atmaja et al. (2009); Ellul (2009); Croci et al. (2011). Secondo Gomez-Mejia et al. (2007) le imprese rispettano più strettamente le assunzioni della POT quando l'influenza della famiglia, in termini di coinvolgimento nella gestione, è maggiore e quando gli aspetti socioemozionali più forti incidono sulle motivazioni del controllo.

²⁷⁴ Su tutti si segnala Chittenden et al. (1996).

piccole e giovani imprese farebbero, inoltre, affidamento su finanziamenti a breve termine e ciò risulterebbe, peraltro, negativamente correlato alla struttura degli attivi patrimoniali²⁷⁵.

Con riferimento al rapporto fra crescita e struttura finanziaria, Romano et al. (2001) riconoscono un'interazione positiva della pianificazione fra la crescita e il ricorso al capitale di rischio esterno, ma dipingono un quadro della letteratura di riferimento piuttosto incerto, a partire dalla constatazione che per le imprese familiari la crescita possa non costituire un obiettivo concreto²⁷⁶. I ricercatori si sono, infatti, riconosciuti tanto nell'idea che gli imprenditori ottimisti sulla loro impresa tenderebbero a far ricorso al finanziamento con capitale di rischio, piuttosto che ricorrere a nuovo debito²⁷⁷, quanto nel pensiero (opposto) che gli imprenditori, che mirano a far crescere la loro impresa, propenderebbero ad utilizzare una porzione comparativamente alta di debito per finanziare lo sviluppo²⁷⁸.

Nella medesima direzione, a sostegno dell'applicabilità della teoria dell'ordine di scelta alle imprese familiari, Poutziouris (2001) sostiene, in base ad uno studio empirico, che lo sviluppo finanziario delle imprese private è influenzato da un insieme composito di variabili, quali segnatamente: lo stato dell'economia, le

²⁷⁵ In linea con questo approccio si pone anche Gallo & Vilaseca (1996) i quali, in aggiunta, imputano alla confusione patrimoniale fra famiglia e impresa, e ai più ingenti costi del fallimento percepiti, lo scarso ricorso alla leva finanziaria nelle imprese familiari. Viene inoltre sottolineato come le istituzioni creditizie non stimolino l'imprenditore a separare impresa e famiglia dal momento che, invece di studiare l'effettiva capacità dell'impresa di ripagare i prestiti, le politiche di concessione del credito si basano sulla ricchezza personale della famiglia proprietaria.

²⁷⁶ Questa affermazione richiede necessariamente lo sviluppo di un'argomentazione critica: Romano et al. (2001) riportano che "*For many family business owners, business growth is not an objective (Curran 1986). These firms are typically home-based and employ only a few people (Hakim 1989)*". Tuttavia, gli Autori non si pongono il problema di stabilire quale accezione sia stata attribuita alla "crescita". Molto più rigorosa è, nel medesimo contributo, la citazione ad (Ang 1992), per il quale "*an important objective of profitable small enterprises, particularly those that do not use external finance, is to maximize the long-term value of their business*": infatti, in questo caso - peraltro del tutto condivisibile - è chiaro il riferimento alla crescita nei termini di duratura economicità.

²⁷⁷ In particolare, Romano et al. (2001) fanno riferimento, in questo senso, a Chaganti et al. (1995).

²⁷⁸ Sul punto, si rimanda a Van Der Wijst (2012). Di opinione simile già Van Auker & Carter (1989), i quali suggeriscono che i proprietari-manager preferiscono usare fonti di capitale interne piuttosto che il finanziamento con nuova equity o debito quando la loro impresa è redditizia. Anche Myers (1983) in effetti, sostiene che le imprese redditizie preferiscono finanziare le loro operazioni con equity interna e che la redditività e i profitti reinvestiti sono negativamente correlati col debito. Smyrnios et al. (1998), dal canto loro, mostrano che la crescita e la dimensione delle imprese familiari, combinate con la proporzione del capitale nelle mani della famiglia, sono i fattori determinanti del tipo di finanziamenti a cui gli imprenditori fanno ricorso, siano essi *capital gain*, risparmi d'impresa o prestiti dalla famiglia e dalle istituzioni finanziarie.

condizioni nel mercato dei capitali, le caratteristiche interne dell'impresa e l'atteggiamento del proprietario-direttore verso l'indipendenza finanziaria, il rischio d'impresa e il controllo dell'impresa familiare. Le imprese private non ottimizzano necessariamente le loro strutture finanziarie quando ricorrono a fonti esterne di finanziamento, ma i proprietari-manager aderiscono alla filosofia dell'ordine di scelta; una preferenza sequenziale per fondi generati internamente (soprattutto attraverso il trattenimento degli utili), seguiti da credito bancario a breve termine e da prestiti bancari a medio termine, fino al capitale di rischio esterno. Alla luce delle variabili considerate, lo sviluppo delle imprese familiari sarebbe pertanto maggiormente dipendente dalle risorse generate internamente rispetto a quanto accade per le imprese manageriali. In questo senso, le imprese familiari sembrerebbero meno propense ad intraprendere piani di crescita sostenuta, poiché questi implicano sovente una rinuncia al controllo e una maggiore dipendenza dagli investitori esterni.

Vale, infine, la pena citare il contributo di Lopez-Gracia & Sanchez-Andujar (2007) in cui gli autori, confermando la rilevanza della natura familiare dell'impresa nella determinazione della struttura finanziaria²⁷⁹, sostengono la maggiore validità della teoria dell'ordine di scelta sulla teoria del *trade-off*, sulla base di tre motivi: 1) una correlazione negativa fra i flussi di cassa operativi e il livello di indebitamento, per cui le imprese familiari tenderebbero a finanziare i loro investimenti con fondi interni; 2) una relazione positiva tra i bisogni di finanziamento e il livello di indebitamento, ciò confermerebbe che le imprese ricorrono all'emissione di debito quando le necessità di investimento aumentano e i fondi interni diminuiscono; 3) una correlazione negativa fra l'età delle imprese e il livello di indebitamento, ciò sarebbe riconducibile al fatto che un'impresa più longeva ha avuto maggiori occasioni di accantonare risorse così da evitare di ricorrere al debito nel tempo²⁸⁰.

²⁷⁹ “Nevertheless, our results particularly show that, on the whole, growth opportunities, financial distress costs, and internal resources appear to be the main factors that differentiate the financial behavior of family businesses from their nonfamily counterparts” (Lopez-Gracia & Sanchez-Andujar (2007), 282).

²⁸⁰ In questi termini, anche Miglietta (2009), 357.

3.3.2 Nuove tendenze di ricerca in un quadro di riferimento della letteratura

Nel tentativo di delineare un quadro di riferimento della letteratura in materia di decisioni di finanziamento nelle imprese familiari, non si può prescindere dalla tesi che queste seguono logiche diverse dalle organizzazioni non familiari, in quanto nelle prime vige una logica (prettamente) “finanziaria” orientata da motivazioni economiche e non economiche²⁸¹. Secondo una definizione ormai celeberrima²⁸², le imprese familiari appartengono, infatti, alla categoria delle imprese caratterizzate da “*warm heart – deep pocket*”, in cui convivono capitale finanziario (dimensione aziendale), da una parte, e un alto livello di capitale umano - emotivo (dimensione familiare), dall'altra, e lo si deve a quest'ultimo, se le imprese familiari privilegiano gli obiettivi non economici rispetto ai risultati economici.

Le teorie classiche sulla struttura del capitale presuppongono che i manager, cui spetta in definitiva la gestione finanziaria, assumano comportamenti razionali²⁸³, anche se non mancano esempi di ricerche, risalenti nel tempo, che sostengono la rilevanza della scelta manageriale e degli elementi non razionali nel processo decisionale sulla struttura del capitale: ciò consente di “*incorporate traditional financial effects while recognizing the complex, idiosyncratic nature of managerial behavior at the individual firm level*”²⁸⁴. La ricerca sulle imprese familiari condivide (indirettamente) tale impostazione, giacché suggerisce che il comportamento delle imprese familiari, riguardo alle decisioni di finanziamento, sia peculiare in conseguenza delle caratteristiche intrinseche di questa fattispecie di imprese. Evidenze più recenti suggeriscono, addirittura, che le decisioni di finanziamento delle imprese familiari non sono fra loro omogenee e, anzi, variano da impresa ad

²⁸¹ I contributi in questo senso sono innumerevoli: si vedano, *inter alia*: Gallucci et al. (2017); Gallo et al. (2004); Basco & Pérez Rodríguez (2009); Habbershon et al. (2003); Hollander & Elman (2004); Swartz (1989); Zellweger (2007); McConaughy et al. (2001). A ben vedere, nella letteratura generalista, l'attenzione ad obiettivi non economici è stata di frequente prestata in relazione alle piccole imprese: Boyer & Roth (1976) riportano ad esempio che, con l'eccezione di quelle realtà imprenditoriali in cui la liquidità e la massimizzazione dei profitti e delle vendite sono di primaria importanza, molti proprietari-amministratori danno peso ad aspetti non pecuniari come il controllo, lo stile di vita e la sicurezza del lavoro rispetto ai tassi di ritorno dei loro investimenti.

²⁸² V. Sharma (2004).

²⁸³ È questo il caso delle teorie che derivano dalle proposizioni di Modigliani & M. H. Miller (1963), in cui la struttura finanziaria dell'impresa riflette il bilanciamento fra i benefici e i costi del debito; oppure delle teorie dell'ordine di scelta, derivanti dal lavoro seminale di Myers & Majluf (1984), secondo cui i gestori selezionano le fonti finanziarie in base alla riduzione dei costi.

²⁸⁴ Cfr. Barton & Gordon (1988), 630.

impresa; ciò, a ben vedere, è conseguenza non solo della coincidenza fra proprietà e management, ma soprattutto dell'identità familiare, che si riflette sulle scelte aziendali ben più di quanto accade con i manager nell'impresa manageriale. In effetti, i ricercatori hanno, più volte, rilevato come alcuni degli elementi caratteristici delle imprese familiari siano emotivamente connessi alla dimensione affettiva della famiglia, come, ad esempio: la protezione dei legami familiari, l'indipendenza e la continuità dell'influenza familiare, la perpetuazione della dinastia familiare, il rapporto con i dipendenti, la reputazione sociale e l'identità, i legami con territorio e comunità locale, e così via²⁸⁵.

La logica "finanziaria" sottesa agli indirizzi strategici delle imprese familiari soddisfa, quindi, sia motivazioni economico-razionali, sia le specifiche preferenze personali/familiari²⁸⁶; in particolare, il processo decisionale è influenzato da elementi di controllo sociale sulla *governance*, che originano dalla sovrapposizione fra le istituzioni di famiglia ed impresa: elemento saliente in questo contesto sono le norme familiari cui, in più di un'occasione, la ricerca ha riconosciuto una certa rilevanza in una varietà di contesti, che vanno dalle decisioni di acquisizione alla gestione delle risorse²⁸⁷. La percezione, nonché il rispetto, delle norme familiari da parte del soggetto, che impone l'indirizzo strategico dell'impresa è fondamentale per comprendere il processo decisionale, nello specifico per quanto concerne le attività di gestione delle risorse²⁸⁸.

In questo contesto, soprattutto in tempi recenti, la ricerca ha mostrato un certo interesse nell'individuare le variabili esplicative delle decisioni di finanziamento nelle imprese familiari, con sempre maggiore consapevolezza dell'eterogeneità del fenomeno; ad esempio, è stato sostenuto che le decisioni di finanziamento sono

²⁸⁵ Si rimanda, fra gli altri, a Mazzi (2011); Zellweger et al. (2005).

²⁸⁶ Si vedano, a questo proposito, Feltham et al. (2005); Kelly et al. (2000); Koropp et al. (2013); Gallo et al. (2004); Chrisman et al. (2004); da ultimo, anche Gottardo & Moisello (2018). In questo contesto è interessante citare inoltre il contributo di Gomez-Mejia et al. (2013) in cui gli Autori suggeriscono di affidarsi all'obiettivo delle famiglie di preservare la SEW per prevedere diverse decisioni delle imprese familiari, specialmente con riferimento alle decisioni della finanza e alle prestazioni aziendali.

²⁸⁷ Per un approfondimento sul tema, si rimanda, *inter alia*, a Mustakallio et al. (2002); Aldrich & Cliff (2003); Sirmon & Hitt (2003).

²⁸⁸ Sul punto di legano, *inter alia*, Ajzen (1991); Heck (2004); Koropp et al. (2014).

condizionate dalle influenze generazionali e dalla successione manageriale²⁸⁹, oppure dalla particolare intensità con cui i proprietari-manager percepiscono i rischi di “espropriazione” derivanti dal ricorso al capitale di pieno rischio esterno, anche a scapito di opportunità di crescita, quando ciò abbia possibilità di intaccare il controllo familiare²⁹⁰. A ciò si affianca con fermezza l’avversione alla perdita del patrimonio socioemozionale (SEW) detenuto dalla famiglia²⁹¹; vi sono, peraltro, evidenze che tale avversione sia più forte nelle fasi di vita iniziale dell’impresa ed evolva con l’avvicinarsi delle generazioni che esercitano il controllo.

In altri casi, la ricerca si è avvalsa di elementi istituzionali a motivazione della struttura finanziaria delle imprese familiari: “*the capital structure of the firm is heavily influenced by the economic environment and its institutions, corporate governance practices, tax systems, the borrower-lender relations, exposure to capital markets, and the level of investor protection in the country in which the firm operates*”²⁹². Con riferimento al ruolo della relazione impresa familiare-creditori, alcuni studiosi hanno rilevato che le imprese familiari godrebbero di un più agevole accesso al finanziamento in forma di debito²⁹³, in virtù del minore costo di agenzia

²⁸⁹ In questo senso si rimanda, fra l’altro, a Amore et al. (2011); Lopez-Gracia & Sanchez-Andujar (2007); McConaughy et al. (2001); Molly et al. (2010). Peraltro, questa impostazione è coerente con San Martín Reyna & Durán Encalada (2016); Vandemaele & Vancauteran (2015) che dimostrano che l’indebitamento varia al variare delle generazioni a capo dell’impresa familiare.

²⁹⁰ Sul punto si vedano, ad esempio, Hutchinson (1995); Maherault (2004); Z. Wu et al. (2007). In proposito, Romano et al. (2001), Sirmon & Hitt (2003) rilevano che i proprietari-manager sono contrari al ricorso a fonti finanziarie esterne diverse dal sistema bancario tradizionale, o dalle fonti di finanziamento commerciale, e favoriscono finanziare gli investimenti con fonti interne. A quest’ultima evidenza si aggiunge che gran parte delle risorse della famiglia viene conferita nell’impresa, confondendo le finanze personali e quelle aziendali Poutziouris (2001), Haynes (1999), Yilmazer & Schrank (2006). Anche Ward (1988) sostiene che i titolari di un’impresa familiare reinvestono la maggior parte, se non la totalità, delle loro risorse nell’impresa durante le prime fasi del loro ciclo di vita; questa tendenza si inverte, tuttavia, negli anni successivi.

²⁹¹ In questa direzione Gomez-Mejia et al. (2007); Vandemaele & Vancauteran (2015); Zellweger & Astrachan (2008). Studi recenti hanno mostrato che l’avversione alla perdita per del SEW è considerata un driver fondamentale nel comportamento strategico delle imprese familiari Debicki et al. (2016); Chrisman & Patel (2012).

²⁹² Cfr. Antoniou et al. (2008), 59. Del medesimo avviso sono Ampenberger et al. (2011), secondo cui le imprese familiari potrebbero assumere comportamenti diversi riguardo alle decisioni sulla struttura del capitale in diversi contesti istituzionali.

²⁹³ In proposito si rimanda, fra l’altro, a Lehmann & Neuberger (2001); D’Aurizio et al. (2015). Peraltro, con riferimento all’accesso alle fonti di finanziamento esterne, Crespi & Martín-Oliver (2015) suggeriscono che durante il periodo di crisi le imprese familiari sono meno soggette a restrizioni creditizie rispetto alle imprese non familiari e la loro struttura del capitale è più stabile durante tutto il ciclo.

fra impresa e creditori, i quali percepirebbero la confusione del patrimonio familiare e dell'impresa come una garanzia²⁹⁴.

Fra le variabili di *corporate governance* esplicative della struttura finanziaria, il coinvolgimento degli esponenti familiari nelle attività dell'organo direttivo (pur senza mansioni di gestione) ha riscontrato un certo consenso nell'interpretare il livello del debito delle imprese familiari rispetto alle non familiari²⁹⁵. Sulla scorta di questa osservazione, si è ritenuto che anche elementi quali: la trasparenza, il valore della reputazione e delle relazioni informali, l'assenza (o presenza parziale) di responsabilità limitata, il minor numero di creditori, quasi-equity e *unreported equity* e altri problemi comportamentali contribuiscano a spiegare l'esposizione all'indebitamento delle imprese familiari²⁹⁶.

Alcuni autori hanno poi cercato di formulare modelli di struttura finanziaria specifici per le imprese familiari, prendendo le distanze dal quadro di riferimento tratteggiato dalla teoria classica; fra questi, un contributo interessante è offerto da Matthews et al. (1994) i quali propongono una teoria della scelta della struttura del capitale basata sull'interazione fra le caratteristiche-chiave dell'esperienza di un individuo e del suo ambiente sociale, da una parte, e i tratti stabili della personalità che pertengono alla logica economico-finanziaria (propensione/avversione al rischio e bisogno di controllo), dall'altra. A questi elementi si aggiungono variabili

²⁹⁴ Cfr. Pindado et al. (2015), 998; tale rilievo rientra, in verità, all'interno di una ricerca che segna il passo rispetto alla letteratura in materia, in quanto gli Autori studiano l'effetto delle determinanti della struttura aziendale del capitale sulla sensibilità del debito alle fluttuazioni del flusso di cassa (e non sul grado di indebitamento) e sulla reattività nell'adeguamento della struttura finanziaria dell'impresa. Nello specifico, Pindado et al. (2015) dimostrano che l'effetto negativo del flusso di cassa interno sul debito è più debole nelle imprese familiari rispetto a quanto previsto dalla POT e che le stesse imprese adeguano la loro struttura del capitale più velocemente rispetto alle imprese non familiari. In un certo senso, un tale ruolo della relazione impresa-creditori bancari è rilevabile già in Gallo & Vilaseca (1996), nell'idea che le banche non guardino la profittabilità dell'impresa, bensì la solvibilità dell'imprenditore.

²⁹⁵ Sulla scorta di questa considerazione, Huang & Chan (2013); González et al. (2013); Gill (2013) riconoscono, in particolare, che le imprese familiari in cui le famiglie sono rappresentate in seno al consiglio di amministrazione tendono ad avere un più basso livello del debito. Più di recente, Gottardo & Moisello (2018) sostengono che una presenza multipla di membri della famiglia nel consiglio di amministrazione e in posizioni dirigenziali ha un valore segnaletico per i creditori. Nella medesima direzione si pone anche Bacci (2017).

²⁹⁶ Chen et al. (2014) nello specifico, riconducono a questi elementi il maggiore ricorso alla leva finanziaria delle aziende private rispetto alle aziende pubbliche.

esterne oggettive, come: a) la conoscenza del mercato e dei vincoli finanziari presenti in esso; b) la presenza di partner adeguati²⁹⁷.

Sulla medesima linea, vale anche la pena citare il contributo Aznarez & Vilaseca (2007) presentato alla 7^a conferenza annuale IFERA, in cui gli autori, con un approccio non dissimile da quello della teoria del *trade-off*, sostengono che la redditività di un'impresa familiare si sviluppa in funzione del capitale economico e del "capitale familiare"²⁹⁸. In questo contesto, le decisioni di finanziamento possono generare un conflitto tanto fra i sistemi famiglia e impresa, quanto all'interno di ciascun sistema²⁹⁹. Con riferimento a quest'ultimo, il conflitto potrebbe sorgere fra gli azionisti familiari impiegati in azienda e quelli non direttamente coinvolti nella gestione, i quali ultimi mostrano di temere i rischi del ricorso ai finanziamenti esterni più dei primi³⁰⁰. In definitiva, gli autori individuano quattro caratteristiche delle imprese familiari che contribuiscono a definirne la struttura finanziaria: 1) la mancanza di diversificazione del patrimonio netto degli azionisti; 2) la concentrazione nell'impresa della ricchezza finanziaria e dei redditi da lavoro dei membri della famiglia; 3) la perdita di controllo in seguito a processi di ristrutturazione; 4) la presenza di benefici fiscali nel reinvestire i mezzi propri; tutto ciò fa sì che le imprese familiari tendano a preferire strutture di capitale meno indebitate e con un chiaro predominio di questi rispetto ai finanziamenti esterni.

²⁹⁷ Per un approfondimento su tema si rimanda a Miglietta (2009), 363 ss.

²⁹⁸ Questa particolare configurazione di "capitale" è percepita dall'azionista familiare come "valore" ed è rappresentativo di una dotazione di *asset* peculiari dell'impresa familiare, in grado di generare vantaggi competitivi, che traggono origine direttamente dal sistema-famiglia, ma che sono intimamente connessi al sistema-impresa. Così, Miglietta (2009), 365

²⁹⁹ La decisione di aumentare il grado di indebitamento richiede la disponibilità ad assumersi il costo sociale della bancarotta, che ne potrebbe derivare, e incide sulla stabilità del controllo della famiglia sull'impresa. Non di rado, in sede di finanziamento con capitale di terzi (specie bancario), è richiesto che gli azionisti apportino parte della propria ricchezza personale nell'impresa e ciò è percepito come un trasferimento del controllo su tali attività dalla proprietà agli amministratori dell'impresa.

³⁰⁰ La causa di tale differenza è rintracciabile nella mancanza di sistemi formali di controllo disponibili per gli azionisti familiari non coinvolti nella gestione. Peraltro, non sfugge che tale conflitto possa essere ricondotto allo schema della Teoria dell'Agenzia, nella misura di un conflitto *principal-principal*.

3.3.3 Il costo del capitale nell'impresa familiare: un nesso tripolare fra le decisioni di finanziamento, quelle di investimento e la crescita

Nell'ottica di rappresentare le questioni inerenti le decisioni di finanziamento delle imprese familiari in misura sufficientemente articolata, occorre infine considerare il tema del costo del capitale; a ben vedere, questo argomento pertiene alle considerazioni interessanti sia le decisioni di finanziamento, oggetto della presente trattazione, sia le decisioni di investimento e consente di aggiungere colore alla relazione intrinseca e biunivoca che sussiste fra le decisioni di finanziamento e la crescita dell'impresa.

Per completezza è d'uopo richiamare in maniera sintetica alcuni concetti finanziari, che presentano interessanti risvolti economico-aziendali. Uno dei principi cardine della gestione del capitale d'azienda, a prescindere dal fatto che questo provenga dai soci o da terzi finanziatori, risponde alla relazione che il rendimento di un investimento sia sufficiente a coprire il costo del capitale impiegato³⁰¹. Il costo del capitale è, dunque, centrale sia nelle decisioni di investimento, sia in quelle di finanziamento, in quanto rappresenta la misura minima con cui l'attività d'impresa deve confrontarsi al fine di assicurare il rispetto della condizione di economicità³⁰². Il costo del capitale è sensibile all'esposizione al rischio dell'impresa, che, in parte, risulta connaturato alle decisioni di investimento della stessa; ciò implica che quanto maggiore è il rischio che un'impresa chiede ai propri finanziatori di sopportare, tanto maggiore è il costo del capitale da sostenere e maggiore dovrà essere il rendimento³⁰³.

La tematica del costo del capitale nelle imprese familiari risulta piuttosto inesplorata e, in generale, conduce a conclusioni eterogenee³⁰⁴. In linea di principio, la letteratura è piuttosto concorde nel riconoscere l'esistenza di una relazione fra il

³⁰¹ Cfr. Miglietta (2009), 385. A ben vedere questa considerazione è una statuizione pratica dei concetti, più sopra richiamati, della congrua remunerazione dei fattori produttivi, ivi incluso il capitale, e di economicità dell'operare dell'azienda.

³⁰² Per approfondimenti sul tema si rimanda ai paragrafi 2.1 Considerazioni introduttive e 3.1 Considerazioni introduttive: l'impresa in funzionamento.

³⁰³ In tal senso e sulle modalità di analisi del rischio, sulla misura e conversione in una soglia minima di rendimento, si veda Damodaran (2015), 52 ss.

³⁰⁴ Di questo avviso anche Motylska-Kuzma (2017), che rimanda fra l'altro ai contributi di C. Wu et al. (2012); Tsoutsoura (2015).

carattere familiare e il costo del capitale (che l'impresa prendere a riferimento per valutare la convenienza economica delle opportunità di investimento)³⁰⁵; in particolare, si ritiene che la determinazione del costo del capitale sia funzione del carattere familiare dell'impresa e della tipologia di manager (familiare e non) coinvolta nel processo di stima³⁰⁶. Nella medesima direzione, anche se da prospettive diverse, alcuni ricercatori sostengono (come già anticipato) che l'impresa familiare sia gravata da un minor costo del capitale esterno in virtù proprio della natura familiare, che costituirebbe un elemento "patrimoniale" che i finanziatori considererebbero alla stregua di una garanzia³⁰⁷.

In questo senso, il costo del capitale risulterebbe in parte discrezionale, così ponendosi in apparente contraddizione con la teoria economico-finanziaria classica, fondata sull'assunto che la quantificazione del rendimento atteso dipende dalle caratteristiche dell'investimento oggetto di valutazione e non già dalle caratteristiche del soggetto che lo stima³⁰⁸. La teoria classica, formalizzata attraverso il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), non prevede, infatti, modelli differenti per la quantificazione del rendimento atteso in funzione delle diverse tipologie di *governance*, né tantomeno ammette che imprese, che investono con rendimenti inferiori a quelli richiesti per un investimento con un rischio comparabile, possano sopravvivere a lungo. Eppure, appare quantomeno controintuitiva l'evidenza che le imprese familiari, che senza dubbio costituiscono

³⁰⁵ In questo senso, Zellweger (2006); Adams et al. (2004) parlano di "*family effect*" vale a dire dell'influenza esercitata dalle relazioni di parentela tra i soggetti operanti all'interno dell'impresa sui comportamenti strategici e sulla determinazione del costo del capitale.

³⁰⁶ Sraer & Thesmar (2007) si soffermano sull'evidenza che le imprese familiari (managerializzate) riescano a mettere in atto una più efficace gestione del capitale, pagando in media tassi di interesse più bassi sul debito. In linea con questo approccio si potrebbe, per completezza, citare il contributo di Craig et al. (2008) che, per operazionalizzare la *brand identity* basata sulla famiglia, nel tentativo (mancato) di provare l'esistenza di una relazione diretta fra questa e le *performance* dell'impresa (calcolata anche in base alla crescita del fatturato e della quota di mercato), utilizza quale elemento fondamentale il fatto che l'impresa familiare comunichi ai suoi finanziatori la propria natura familiare.

³⁰⁷ Chae & Oh (2016) in cui gli autori suggeriscono che le agenzie di rating del credito prestino attenzione alle strutture di governance delle imprese, tanto che "*they judge that family companies have efficient governance structures resulting in lower agency costs as companies which try to match minority shareholders' interests*" (p. 1575), che potrebbe condurre ad ottenere rating più elevati e quindi un minor costo del capitale esterno. Nella medesima direzione si pone, a ben vedere, il filone di studi del *relationship lending* e della centralità della *soft information*, per cui si rimanda D'Onza (2017); Cenciarelli et al. (2017); Berger & Udell (1995); Bongini et al. (2015); Ferretti (2016); Gabbi & Matthias (2013).

³⁰⁸ Del medesimo avviso anche Adams et al. (2004).

alcune delle più longeve iniziative imprenditoriali nella storia, presentano un costo del capitale inferiore alle imprese non familiari.

A questo proposito, è considerazione diffusa che il costo del capitale di rischio nelle imprese familiari sia determinato in funzione dalle aspirazioni della stessa famiglia rispetto a tematiche quali la crescita o la remunerazione³⁰⁹, per cui laddove il legame familiare costituisca elemento di stimolo per l'attività d'impresa, i soci potrebbero definire aspettative di ritorno sul capitale più contenute e con orizzonti di realizzazione più dilatati³¹⁰; al contrario, relazioni familiari conflittuali potrebbero rappresentare un freno allo sviluppo dell'impresa e portare alla definizione di aspettative di rendimento sul capitale investito (più) elevate e basate su un'ottica di breve periodo³¹¹.

In generale, la forte commistione tra il patrimonio dell'impresa e quello della famiglia e la possibilità che uno stesso soggetto sia contemporaneamente portatore di differenti (e potenzialmente conflittuali) interessi nei confronti dell'impresa, potrebbero giustificare l'amplificata percezione di rischio³¹² che generalmente si attribuisce all'impresa familiare e che sarebbe in grado di influenzare i processi decisionali delle scelte strategiche di lungo periodo; in questo senso, infatti, i fattori emozionali, generati all'interno del complesso sistema di relazioni e rapporti che lega gli individui dello stesso nucleo familiare, avrebbero vocazione di determinare una sovra-percezione dell'onerosità del capitale proprio, la quale determina, a parità di altre condizioni, un maggiore costo del capitale e, dunque, una minore redditività prospettica delle ipotesi di investimento valutate di volta in volta³¹³. È palese che

³⁰⁹ Si veda, *inter alia*, Motylska-Kuzma (2017) e Adams et al. (2004). In generale, non sfugge che, alla luce della nota interconnessione fra i sistemi famiglia e impresa, il benessere della prima dipende con continuità dalla dinamica reddituale dell'impresa, e viceversa.

³¹⁰ In questo senso diversi studiosi hanno approfondito la relazione fra la presenza di capitali pazienti e la performance dell'impresa familiari, fra cui si segnalano Danes et al. (2009); Sirmon & Hitt (2003).

³¹¹ Queste due prospettive rispecchiano, in effetti, due correnti di pensiero che animano la letteratura in materia: la prima riconosce all'impresa familiare un vantaggio competitivo nell'ottica strategica di più lungo respiro, da cui conseguente un minor costo del capitale (*inter alia*, Zellweger (2006); De Visscher et al. (2011)), mentre la seconda ritiene che l'influenza delle determinanti emozionali connesse al carattere familiare dell'impresa generi uno svantaggio competitivo, legato essenzialmente ad una maggiore percezione del rischio, che potrebbe determinare un maggiore costo del capitale di rischio (*inter alia*, Gallo et al. (2004)).

³¹² È ciò che Gallo et al. (2004) definisce "*risk aversion germ*".

³¹³ Così De Angelis & Miglietta (2008). Tale considerazione è accettabile se si assume che le condizioni culturali, sociali ed economiche siano in grado di influenzare, sotto il profilo psicologico-

questo rappresenta un elemento potenzialmente inibitore per le strategie di sviluppo dell'impresa.

Nonostante soddisfino un criterio logico, tali considerazioni, tuttavia, non risultano supportate dalle evidenze empiriche, che mancano di confermare un maggior costo del capitale; posto che i ritorni finanziari possono ritenersi adeguati quando soddisfano o superano le aspettative di rendimento degli investitori cui pertengono, l'apparente contraddizione che affligge la determinazione del costo del capitale nelle imprese familiari sembrerebbe sanabile. A questo proposito, le parole di Motylska-Kuzma (2017) sono significative: *“In the light of facts that for many family firms, the family is the most important source of capital and the managers often follow the non-economic goals, the view of Adams et al. (2004) give another features. If the cost of equity capital can be determined by the owners, depending on the requirements, subjective needs, and preferences, family shareholders are free to substitute the monetary for non-monetary returns (e.g. independence, prestige) and accept lower monetary return on the equity capital they invest (Zellweger, 2007)”*³¹⁴. In altri termini, gli azionisti (e in generale gli *stakeholder*) dell'impresa familiare sarebbero disposti a sostituire parte della remunerazione monetaria (che risulterebbe pertanto inferiore a quanto normalmente richiederebbero in contropartita all'assunzione del rischio) con elementi non economici, senza con questo rinunciare alla propria soddisfazione³¹⁵.

A ciò si aggiunge un ulteriore elemento che ha registrato un deciso sostegno fra gli studiosi, ossia che l'impresa familiare tenderebbe a preferire strategie ed investimenti, i cui ritorni sono attesi nel lungo periodo; tale preferenza favorirebbe la definizione di un costo del capitale di rischio inferiore, quale conseguenza di una

emozionale, i comportamenti dei manager dell'impresa familiare, conducendoli ad assumere un atteggiamento *risk-adverse*. Sul punto si veda anche Adams et al. (2004).

³¹⁴ Cfr. Motylska-Kuzma (2017), 359.

³¹⁵ A ben vedere tale analisi si pone a metà fra le assunzioni della *Socio-emotional Wealth Theory* e della *Resource based view*, di cui si è dato conto nel corso del primo capitolo. Habbershon et al. (2003) definisce la famiglia imprenditrice quale sistema sociale caratterizzato da una propria funzione di utilità che tiene conto dei livelli di reddito dei detentori del capitale dell'impresa, dei livelli dei dividendi e del processo di lungo periodo di accumulazione di ricchezza. Nella massimizzazione di tale funzione, le imprese familiari si trovano, dunque, a dover perseguire una serie di obiettivi eterogenei (non necessariamente economico-finanziari) che possono essere ricondotti al concetto di “creazione di valore transgenerazionale”.

richiesta di rendimento che, nell'ottica di una priorità legata alla sopravvivenza transgenerazionale dell'impresa, risulterebbe associata a livelli di rischio inferiori³¹⁶.

3.3.4 Alcune evidenze empiriche circa le decisioni di finanziamento delle imprese familiari

Accanto alla dimensione più marcatamente teorica della ricerca sulle imprese familiari, che mira ad identificarne le differenti logiche di finanziamento e a comprenderne le conseguenze di medio e lungo termine a livello strutturale, è interessante considerare che la letteratura non ha assunto una posizione univoca in merito alle caratteristiche della struttura finanziaria di queste imprese; è emblematico, in tal senso, constatare che, mentre alcuni ricercatori suggeriscono che le imprese familiari preferiscono avvalersi di fonti di finanziamento interne o familiari e presentano, per questo, livelli di indebitamento inferiori alle imprese non familiari, altri sostengono che le prime presentano livelli simili alle seconde, ed altri ancora affermano che le imprese familiari fanno ricorso a fonti di debito per importi relativamente superiori rispetto alle imprese non familiari³¹⁷. Questo rilievo può essere giustificato, dal lato pratico, sulla base delle differenti definizioni di "impresa familiare" e, più in generale, dall'eterogeneità delle imprese familiari, che sono caratterizzate da un diverso grado di coinvolgimento della famiglia nella gestione e che valutano in misura differente i valori emozionali e i benefici sociali³¹⁸.

Il rilievo che le imprese familiari sono caratterizzate da un più basso grado di indebitamento rispetto alle imprese non familiari è generalmente giustificato sulla

³¹⁶ Così Miglietta (2009), 397. In questo senso si veda fra l'altro DeVisscher et al. (2011). Alla medesima conclusione giungono gli studiosi che riconoscono l'esistenza nel management delle imprese familiari di una forte volontà di resistere alle fasi di successione generazionale, oltre alla maggior presenza di finanziatori "pazienti", interessati ad ottenere rendimenti nel lungo periodo

³¹⁷ Tale ricostruzione è presente nei contributi di Motylska-Kuzma (2017) e Gottardo & Moisello (2018), che citano, per ciascun orientamento delle discipline, rispettivamente, Romano et al. (2001); Ampenberger et al. (2011), da una parte, McConaughy et al. (2001); Margaritis & Psillaki (2010), dall'altra; e Blanco-Mazagatos et al. (2016); King & Santor (2008); Setia-Atmaja et al. (2009); Chen et al. (2014); Callimaci et al. (2011); Driffield & Pal (2007), dall'altra ancora. Pare a questo punto interessante precisare che Ampenberger et al. (2011) sostengono l'esistenza di "a strong, negative and causal relationship between family firm characteristics (especially family management) and the level of leverage", in un sistema bancocentrico, come quello tedesco.

³¹⁸ Sul punto si rimanda a Gottardo & Moisello (2018), 15.

base dalla tendenza delle prime ad evitare il ricorso a fonti di finanziamento esterne all'impresa, in ragione dei costi del fallimento personale e sociale che i proprietari si trovano a fronteggiare. La corrispondenza tra famiglia e impresa porterebbe, dunque, l'imprenditore a percepire il fallimento dell'impresa come un fallimento personale, cosa che non accadrebbe nell'impresa manageriale; la possibilità di pregiudicare la reputazione della famiglia, le garanzie personali e il patrimonio di famiglia rappresenta un rischio troppo elevato, che i proprietari delle imprese familiari non vogliono e, per certi versi non possono, sopportare.

Fra le giustificazioni che, per contro, vengono addotte a dimostrazione dell'evidenza che le imprese familiari sono caratterizzate da un grado di indebitamento maggiore delle imprese non familiari, riveste un certo interesse l'argomentazione secondo cui il rischio di "espropriazione", tipico delle fonti di capitale di rischio, condiziona le imprese familiari ad avvalersi maggiormente di debito a breve scadenza, che facilita il monitoraggio e la produzione tempestiva di informazioni e, in generale, di più debito in relazione al capitale di rischio³¹⁹.

Il panorama italiano sembra porsi in linea con gli studi in cui si rileva una scarsa esposizione delle imprese familiari al finanziamento esterno; le analisi compiute dal già citato Osservatore AUB rivelano, infatti che, nel decennio 2007-2016, le imprese familiari, con fatturato superiore ad Euro 20 milioni, hanno mediamente riportato un rapporto di indebitamento (calcolato come rapporto fra il totale attivo e il patrimonio netto) inferiore rispetto alle imprese non familiari. I dati dell'Osservatore mostrano, inoltre, che questa relazione non è mutata negli anni, per cui, pur con oscillazioni, le imprese familiari del campione hanno riportato costantemente un minor livello di indebitamento rispetto alle imprese non familiari. Nello specifico, a livello aggregato, il rapporto di indebitamento delle imprese non familiari del campione è stato mediamente maggiore di quello delle imprese familiari, per circa il 20% nel periodo di osservazione; le imprese familiari hanno, inoltre, registrato un rapporto di indebitamento medio inferiore a ciascuna classe

³¹⁹ Secondo alcuni autori questa circostanza sarebbe ancor più valida per imprese familiari grandi e molto giovani, o per quelle imprese i cui proprietari intendono raggiungere la crescita attraverso l'aumento del margine di profitto O'Regan et al. (2010); de Bodt et al. (2005); Lopez-Gracia & Sanchez-Andujar (2007).

del campione, in cui le cooperative e i consorzi hanno storicamente mostrato il maggiore livello di indebitamento, mentre le filiali di imprese estere il minore.

Sulla base delle considerazioni sin qui effettuate, pare non si possa individuare una logica di finanziamento univoca per le imprese familiari, né la si possa considerare assolutamente dissimile, o identica, a quella delle imprese *non* familiari³²⁰; è chiaro che, altrimenti, non sarebbe possibile, come invece accade, spiegare le diverse (e, a tratti, contrastanti) evidenze empiriche sulla struttura finanziaria delle imprese familiari. Fra le variabili che emergono con maggior frequenza dalla letteratura, quelle che risultano in grado di spiegare in maniera più efficace le decisioni di finanziamento delle imprese familiari sono: a) l'avversione al rischio, che potrebbe causare un minore interesse per il finanziamento esterno; e b) la propensione a mantenere una certa concentrazione del controllo, che a sua volta potrebbe causare il minor interesse per il finanziamento azionario esterno e, quindi, per necessità un maggiore indebitamento. Le variabili scaturiscono dalle caratteristiche peculiari della famiglia proprietaria e trovano un giustificabile fondamento razionale dal punto di vista tanto economico, quanto socio-emotivo; per cui, le decisioni di finanziamento, in definitiva, sembrano derivare dalle preferenze del proprietario / gestore della famiglia e dal suo atteggiamento.

In conclusione, la complessità e il fatto che le decisioni di finanziamento delle imprese familiari soddisfino esigenze sia economiche sia non economiche, pare essere l'elemento di rottura che impedisce alle teorie dell'ordine di scelta e del *trade-off* di spiegare compiutamente le differenze nel ricorso alla leva finanziaria tra le imprese familiari e non familiari, nonché all'interno della stessa categoria delle imprese familiari³²¹. Nell'interpretare le decisioni di finanziamento delle imprese familiari, la ricerca si è piuttosto trovata concorde sull'utilizzo della teoria del patrimonio socioemotivo (SEW) ad integrazione delle teorie sulla struttura del

³²⁰ Sul punto, Motylska-Kuzma (2017) precisa: “*it has not been adjudicated yet, whether the family businesses involve more debt financing and thus have a higher leverage ratio than non-family firms or not*” (360).

³²¹ Tale conclusione è peraltro in linea con Poutziouris (2001); Lopez-Gracia & Sanchez-Andujar (2007); Gottardo & Moisello (2016); Gottardo & Moisello (2018).

capitale; in questo contesto, la SEW sarebbe, infatti, in grado di spiegare in maniera compiuta le differenze nelle decisioni di finanziamento delle imprese familiari e di quelle non familiari, nonché le differenze che sussistono fra imprese familiari diverse. La capacità esplicativa della SEW varia a seconda delle caratteristiche delle aziende e stigmatizza con nuovi significati caratteristiche aziendali nuove, come: il flusso di cassa e la struttura di investimento³²².

³²² Secondo Gottardo & Moisello (2016), in base all'effetto sui benefici emotivi e sociali, la SEW giustifica, ad esempio, i comportamenti finanziari delle imprese in cui più componenti della famiglia siedono nell'organo direttivo e la proprietà è dispersa.

4. La crescita aziendale e le scelte di finanziamento di un campione di imprese familiari italiane

SOMMARIO: 4.1 Considerazioni introduttive - 4.2 Il quadro di ricerca di riferimento - 4.2.1 La rilevanza delle decisioni di finanziamento per la crescita dell'impresa - 4.2.2 Crescita, decisioni di finanziamento e redditività - 4.2.3 Natura familiare e performance dell'impresa - 4.3 Metodi - 4.3.1 Il campione - 4.3.2 Il modello - 4.3.3 La regressione - 4.4 Risultati - 4.5 Limiti del modello e futuri sviluppi

4.1 Considerazioni introduttive

Nei Capitoli 2 e 3 si è discusso principalmente del concetto di crescita e delle decisioni di finanziamento, sia con riferimento alle loro implicazioni economico-aziendali generali, sia, nello specifico, al loro ruolo nella ricerca sulle imprese familiari. Volendo riassumere quanto argomentato in precedenza, la crescita identifica il processo attraverso cui l'impresa realizza un miglioramento continuo *“lungo tutte le dimensioni del suo articolato finalismo”*³²³, rappresentando un fenomeno più ampio e complesso rispetto al mero incremento dimensionale dell'azienda; la crescita (o sviluppo) è, infatti, volta all'ampliamento armonizzato e concomitante di tutto il sistema-azienda, considerato nei suoi molteplici aspetti e in tutte le dimensioni, ossia: quella economica, quella valoriale e quella relazionale³²⁴. Le decisioni di finanziamento comprendono, inoltre, tutte le decisioni connesse alla ricerca della struttura finanziaria ottimale, in funzione della minimizzazione del costo del capitale (monetario) impiegato e della massimizzazione del valore dell'impresa, nonché del rispetto durevole delle condizioni di economicità, cui l'impresa deve necessariamente attenersi. Alla luce delle questioni connesse al fabbisogno finanziario (e al relativo equilibrio), le decisioni di finanziamento, rappresentano un tema cruciale e sempre attuale nell'economia dell'azienda, in quanto sono idonee ad incidere in modo diretto e concreto sulle condizioni operative e sulle prospettive di sviluppo.

Tuttavia, benché sia palese che la crescita aziendale - da una parte - e l'incremento della necessità di risorse finanziarie da destinare alle esigenze gestionali - dall'altra

³²³ Cfr. Corbetta (1995), 71.

³²⁴ In questo senso Giacosa (2015a), 52. Sul tema della crescita si rimanda al Capitolo 2, nonché al già citato Corticelli (1998), 182 ss., oltreché Sorci (2007), 11 ss.

- siano correlati, non è di immediata valutazione se (e in quale misura) un processo di crescita sia causativo del fabbisogno finanziario, oppure se sussista una relazione inversa (ancorché di natura causale); è, infatti, indubbio che un ampliamento dimensionale concorre a generare fabbisogno finanziario, ma non è da escludere che il processo di crescita (che non si esaurisce in una mera variazione dell'estensione dimensionale dell'impresa) trovi compimento successivamente al manifestarsi del fabbisogno finanziario ad esso collegato e non subisca per questo una qualche influenza derivante dalle scelte gestionali volte alla soddisfazione di tale fabbisogno.

In altri termini, anche in relazione alla diffusa considerazione che il processo di crescita comporta una certa discontinuità delle strategie dell'impresa³²⁵, non è inverosimile che esso possa ritenersi effettivamente concluso solo dopo che sia stato colmato il fabbisogno finanziario generato, ad esempio, da un incremento della produzione³²⁶. In questa circostanza, le esigenze di capitale (monetario) sorte nelle more del processo di crescita potrebbero essere soddisfatte attraverso l'ingresso di nuovi soci (in luogo di un nuovo apporto finanziario da parte dei soci già esistenti); verosimilmente ciò comporta un allargamento dei confini proprietari, oltre ad un incremento del capitale sociale o del patrimonio dell'impresa (che rappresenta a sua volta un indicatore di aumento dimensionale). Ragionamento analogo può essere condotto anche a livello commerciale: la dotazione di una struttura commerciale più efficace, volta ad operare più attivamente in mercati già presidiati o per entrare in nuovi mercati, genera un fabbisogno finanziario, che - solo se soddisfatto - consente all'impresa di consolidare la posizione raggiunta sul mercato.

Tutto ciò deve peraltro essere esaminato alla luce delle peculiarità dell'impresa familiare e, in particolare, del ruolo centrale che le considerazioni di natura non prettamente economico-finanziaria svolgono nel complesso decisionale di questo

³²⁵ Sul punto si veda, *inter alia*, Di Mascio (2008), 39 ss.

³²⁶ Più nello specifico, l'incremento della produzione potrebbe avvenire come risultato di un allargamento degli orizzonti operazionali: l'attività in nuovi settori economici o mercati ha ripercussioni: sul fatturato, sul risultato d'esercizio, sugli investimenti e su altri parametri che caratterizzano il business aziendale; a tal fine l'azienda manifesta un fabbisogno finanziario, la cui soddisfazione rende possibile l'espletamento del disegno strategico.

tipo di imprese: basti pensare alle implicazioni dell'avversione alla perdita di controllo e all'ingresso di capitali dall'esterno, oppure alla perdita del patrimonio socioemozionale e alla accentuata percezione dei costi del fallimento.

4.2 Il quadro di ricerca di riferimento

4.2.1 La rilevanza delle decisioni di finanziamento per la crescita dell'impresa

Nello studio sulla rilevanza delle decisioni di finanziamento per la crescita dell'impresa, i ricercatori si sono soffermati, soprattutto, sul rapporto fra le prospettive di crescita dell'azienda e l'attitudine a soddisfare il fabbisogno finanziario³²⁷; tale relazione sottende, peraltro, la capacità dell'impresa di agire nel rispetto della condizione di economicità e, di conseguenza, la capacità di creare valore in maniera duratura ed autonoma. Questi tre aspetti (vale a dire: crescita, attitudine a soddisfare il fabbisogno finanziario e rispetto della condizione di economicità) risultano, a ben guardare, strettamente interconnessi; basti pensare che se, da una parte, un peggioramento significativo dell'equilibrio finanziario, derivante - ad esempio - da decisioni di finanziamento sprovvedute, accresce il profilo di rischio dell'impresa, incidendo sul suo valore; dall'altra, la redditività aziendale, che concorre alla generazione di valore, costituisce una determinante fondamentale della crescita sostenibile, che incide - a sua volta - sulla possibilità di mantenere in maniera efficiente l'equilibrio finanziario³²⁸.

Sull'assunto che sussiste una relazione tra lo sviluppo dell'azienda e i nuovi investimenti in capitale fisso e circolante, il modello della crescita sostenibile sviluppato da Coda (1984) suggerisce che l'impresa debba essere in grado di assumere decisioni di finanziamento adeguate e coerenti con gli impieghi da realizzare³²⁹. Il modello, nello specifico, si propone di determinare il tasso di crescita del capitale investito compatibile con il mantenimento dell'equilibrio

³²⁷ V. Becchetti & Trovato (2002); Carpenter & Petersen (2002); Dallochio et al. (2011); Fagiolo & Luzzi (2006); Fazzari et al. (1988); Frielinghaus et al. (2005); Gregory et al. (2005); La Rocca et al. (2011); Herrera & Minetti (2007); Honjo & Harada (2006); Lang et al. (1996); Machauer & Weber (2000); Oliveira & Fortunato (2006).

³²⁸ In questo senso Corbetta (2005a).

³²⁹ Per un approfondimento sul modello di crescita sostenibile, si rimanda, fra gli altri, a Pavarani, E. (2006); Mazzola, P. (2002). Sull'argomento non si può nemmeno dimenticare il contributo di autorevole dottrina americana, su tutti, Damodaran, A. (2015).

finanziario nel lungo periodo, condizione che, in concreto, si verifica quando si mantiene stabile, nel tempo, il tasso di indebitamento. In linea con la teoria economico-aziendale classica, tale condizione deve essere rispettata in termini dinamici, così che il tasso di indebitamento può variare in una certa misura purché sia in grado di riportarsi sistematicamente al valore d'equilibrio; ne segue che, nel corso del tempo, l'impresa può aumentare in valore assoluto i propri debiti finanziari, se ciò si accompagna ad un incremento proporzionale dei mezzi propri, che, a loro volta, devono crescere nel lungo periodo grazie all'autofinanziamento. Se lo sviluppo a lungo termine della struttura finanziaria non avviene in modo equilibrato, prediligendo - ad esempio - una struttura fortemente indebitata a dispetto di una finanziata anche con capitale proprio, l'impresa affronta un fabbisogno finanziario sistematico che impone il ricorso continuo a nuovi apporti di capitale (che non possono non provenire da conferimenti di capitale di rischio)³³⁰.

In tal senso, un ricco filone di studi ha evidenziato che la scarsità di capitale finanziario rappresenta un fattore limitante l'espansione dell'attività aziendale; l'"ipotesi dei vincoli finanziari" di Fazzari et al. (1988), su tutti, avverte che le inefficienze del mercato dei capitali possono indurre il razionamento del capitale delle imprese e portare, di conseguenza, ad una riduzione della capacità di spesa per gli investimenti³³¹. La verifica di tale "ipotesi" è stata oggetto di un'intensa

³³⁰ Non sfugge, che per le imprese familiari questo *loop* assume una rilevanza ancora maggiore, in virtù della riluttanza ad aprirsi all'ingresso di soci terzi rispetto alla famiglia, e potrebbe a certe condizioni spiegare l'eventuale assenza di crescita di queste imprese.

³³¹ Questo filone di ricerca si inserisce nel solco tracciato dagli studi sulle asimmetrie informative, sviluppatosi a partire dal lavoro seminale di Akerlof, G. A. (1970). I finanziatori esterni, che hanno informazioni limitate e incomplete sulla qualità dei progetti e sulle prospettive di rendimento delle imprese, possono infatti imporre il pagamento di un premio a chi accede al mercato dei capitali (di rischio e di debito). Nel finanziamento tramite capitale di rischio, gli investitori esterni non sono in grado di valutare la qualità delle imprese e, di conseguenza, chiedono un premio (nella misura di un maggior rendimento) per sottoscrivere aumenti di capitale di imprese in buone condizioni, così da compensare le perdite derivanti dal finanziamento di "bidoni" (Myers & Majluf (1984)). Ragionamento analogo è valido per il finanziamento in forma di debito, in cui gli investitori (*e.g.* enti creditizi) possono richiedere un interesse maggiore su nuove emissioni di debito, fino ad arrivare a rifiutare la concessione stessa del finanziamento. Molinari (2013), in uno studio empirico (fra i tanti), dimostra l'esistenza di una relazione ad U invertita fra il livello di debito e la crescita (intesa come aumento del numero di dipendenti e di fatturato): a livelli bassi di indebitamento, la leva esercita un'influenza positiva sulla crescita, poiché consente di ampliare le opzioni di finanziamento e fornisce risorse aggiuntive per la crescita; una volta che l'esposizione al debito raggiunge una certa soglia, gli effetti di liquidità e di razionamento prevalgono e la crescita risulta influenzata negativamente. L'autore evidenzia anche che le imprese con un alto indebitamento sono dotate di livelli relativamente più bassi di flussi di cassa interni e che la loro crescita è maggiormente sensibile alla dinamica dei flussi di cassa.

attività di ricerca che si è concentrata soprattutto sull'effetto dei flussi di cassa sulle decisioni di investimento e sulla crescita delle imprese³³²; tuttavia, non è possibile osservare una posizione univoca fra gli studiosi, che hanno assunto posizioni a tratti antitetiche, partendo della comune osservazione che la disponibilità dei flussi di cassa in mercati dei capitali perfetti non dovrebbe essere determinante ai fini delle decisioni di investimento. Se, in un senso, l'esistenza di vincoli finanziari (che si traduce, anzitutto, in costi di finanziamento più elevati e può creare situazioni di razionamento del credito) può imporre un ruolo centrale della capacità di generare flussi di cassa nel finanziare gli investimenti³³³; all'opposto, le variazioni dei flussi di cassa possono essere neutrali rispetto all'assunzione delle decisioni di investimento, quando le imprese godono di notevoli gradi di libertà nelle decisioni di finanziamento³³⁴.

In base a quest'ultima posizione, la comprensione delle decisioni di investimento, nonché dell'intera strategia finanziaria, dovrebbe passare dall'interpretazione dei comportamenti manageriali e, più in generale, delle regole del governo societario. È in questa prospettiva che si pongono le considerazioni addotte nel Capitolo 3 con riferimento alle conseguenze dei conflitti di agenzia fra imprenditori/manager e investitori esterni; una maggiorazione del costo di approvvigionamento dei capitali, in conseguenza - ad esempio - dell'effetto di *risk shifting* del debito³³⁵, può inficiare la capacità dell'impresa di accedere a fonti di finanziamento potenzialmente fondamentali per il processo di crescita; ed è proprio sulla base di tali considerazioni che sono state formulate le teorie dell'ordine di scelta.

A ben guardare, però, non si tratta di una relazione a senso unico, in quanto le stesse decisioni di finanziamento svolgono un ruolo importante nella definizione degli

³³² Per un'interessante rassegna sull'argomento, Bottasso (1998). Nello specifico, si vedano, tra gli altri, Audretsch & Elston (2002); Bond et al. (2003); Carpenter & Petersen (2002); Fagiolo & Luzzi, (2006); Molinari (2013); Musso & Schiavo (2008); Oliveira & Fortunato (2006).

³³³ In un siffatto contesto, le imprese non pagherebbero infatti alcun premio per i 'bidoni' per accedere a finanziamenti esterni Myers & Majluf (1984).

³³⁴ Sul punto, Kaplan & Zingales (1997); Kaplan & Zingales (2000).

³³⁵ Nello specifico, i manager potrebbero preferire progetti più rischiosi nella consapevolezza che i creditori esistenti sopportino una porzione di rischio maggiore; questi ultimi, vista l'impossibilità di mettere in atto azioni assolutamente efficaci contro i comportamenti opportunistici dei manager, richiedano un prezzo più elevato per la fornitura di nuovo capitale, non solo di debito. In argomento si veda su tutti Jensen & Meckling (1976).

incentivi dei manager (allo scopo di ridurre il disallineamento di interessi fra gli *stakeholder*), essendo di conseguenza idonee ad incidere sui modelli di crescita delle imprese: forme diverse di indebitamento comportano, infatti, effetti diversi a livello di *governance*³³⁶. In questa prospettiva, rileva ad esempio la questione, tutt'altro che risolta, del ruolo che la scadenza del debito gioca rispetto agli incentivi di manager ed imprenditori. Alcuni ricercatori hanno sostenuto che il ricorso a forme di indebitamento a breve termine sia idoneo a ridurre i conflitti di agenzia tra le imprese e i finanziatori esterni, in quanto impone ad imprenditori e manager un impegno più profondo a non distorcere gli investimenti³³⁷; a ciò si aggiunge l'evidenza che i finanziamenti a breve termine possono consentire di perseguire progetti con valore attuale netto positivo, sospendendo quelli meno redditizi³³⁸. Tale considerazione appare logicamente plausibile nella misura in cui investimenti a più breve termine sono intrinsecamente meno "vincolanti", rispetto ad investimenti strutturali. Altri studiosi hanno, invece, suggerito che un orizzonte temporale di breve termine del finanziamento potrebbe avere un effetto negativo sulle *performance* dell'impresa, scoraggiando la pianificazione e l'attuazione di investimenti a lungo termine³³⁹.

La letteratura empirica sui vincoli finanziari ha riservato una certa attenzione allo studio degli effetti della composizione delle fonti di finanziamento (interne ed esterne) sulle *performance* aziendali³⁴⁰, al contrario di quanto accaduto per gli effetti del debito e dei flussi di cassa sulla crescita dell'impresa³⁴¹. Nello specifico, in linea con le ipotesi della *POT* e nel rispetto dei requisiti di economicità (tipici della letteratura economico-aziendale classica), la disponibilità di liquidità interna è stata considerata una componente determinante della capacità di investire e

³³⁶ A questo proposito si rinnova il riferimento al lavoro di Jensen (1986).

³³⁷ Si rimanda in proposito a Myers (1977).

³³⁸ Sul punto, Barclay et al. (2003).

³³⁹ Coerentemente con questa ipotesi, Schiantarelli & Sembenelli (1997) rilevano una correlazione positiva fra la scadenza del debito e gli investimenti, la redditività e la crescita di un campione di imprese britanniche e italiane.

³⁴⁰ Va segnalato che la questione non appare così distante dall'obiettivo fattuale di indagare gli effetti di tali variabili sulla crescita dell'impresa, in quanto non di rado la ricerca ha valutato la *performance* in termini non dissimili dalle misure di crescita (e.g. crescita del fatturato o dei dipendenti).

³⁴¹ Sul punto anche Molinari et al. (2016), 306.

realizzare i piani di espansione³⁴². La dipendenza delle decisioni di investimento da fonti interne o esterne (specialmente di debito) è largamente riconducibile alle alternative condizioni di carenza o di eccesso di reddito³⁴³. Nella comprensione della relazione fra decisioni di finanziamento e *performance*, un ulteriore approccio degno di nota è quello - già approfondito - della letteratura finanziaria classica, secondo cui, a determinate condizioni, il debito esterno può ridurre in modo efficace i costi di agenzia, che affliggono le performance aziendali e la creazione di valore³⁴⁴.

Infine, nell'ipotesi che l'accesso a svariate fonti finanziarie sia determinate per la crescita dell'impresa, l'interesse degli studiosi si è soffermato sulla relazione fra lo sviluppo degli intermediari finanziari, in particolare delle banche, e la crescita e l'innovazione delle imprese; su questa scorta, la ricerca (specialmente in tema di governo societario) ha sottolineato come le diverse dimensioni della finanza aziendale possano essere influenzate da fattori istituzionali, quali: la legislazione fiscale e fallimentare, le regole di protezione degli investitori, l'efficienza giuridica o il ruolo delle banche nel sistema economico³⁴⁵. In più occasioni, è stata provata l'esistenza di una correlazione positiva fra lo sviluppo del sistema finanziario e la crescita dell'impresa, a livello sia di settore, sia di singole imprese³⁴⁶. In questo contesto, la relazione tra l'ammontare del debito bancario e la crescita delle imprese

³⁴² Tra i contributi più significativi, si vedano fra gli altri, Almeida et al. (2004); Faulkender & Petersen (2006); Pál & Ferrando (2006).

³⁴³ È infatti di tutta evidenza che sufficienti disponibilità liquide possono influenzare le capacità di finanziamento e la spesa per investimenti in situazioni di flussi di cassa ridotti, mentre le riduzioni del livello di indebitamento possono incentivare efficacemente gli investimenti in presenza di elevati flussi di cassa. Sul punto si rimanda, fra gli altri, a Achary et al. (2007).

³⁴⁴ Sul punto, si veda il citato contributo Jensen (1986).

³⁴⁵ A riguardo si rimanda, *inter alia*, Rajan & Zingales (1995); Porta et al. (1997); Antoniou et al. (2008); Demirgüç-Kunt & Maksimovic (2002). Nel medesimo ambito, altri studi hanno suggerito che le future decisioni di espansione non sono insensibili al tipo di strategia finanziaria prescelta dalla società, in quanto ciò plasmerrebbe in maniera decisiva gli incentivi di manager e degli imprenditori.

³⁴⁶ A supporto del ruolo positivo dello sviluppo del sistema finanziario per la crescita dell'impresa Rajan & Zingales (1998) rilevano evidenze a prova dell'ipotesi che i settori con la maggiore necessità di finanziamenti esterni crescono più velocemente nei Paesi più sviluppati dal punto di vista finanziario. Kim D. H. et al. (2016), nella stessa direzione, sottolineano che i settori in cui prevalgono le piccole imprese crescono più rapidamente in sistemi finanziari bancocentrici; con riferimento all'analisi a livello individuale Guiso et al. (2004), ad esempio, rilevano invece che imprese di piccole dimensioni beneficiano dello sviluppo del sistema finanziario in maniera più intensa rispetto ad imprese più grandi. Infine, Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1998) sostengono che le imprese sarebbero in grado di crescere ad un ritmo più elevato, rispetto a un tasso di crescita del benchmark in assenza di finanziamenti esterni, in paesi con un sistema finanziario più sviluppato.

è stata ritenuta interessante per rivelare il ruolo svolto dalle banche nelle dinamiche strategiche delle imprese³⁴⁷.

Un problema meno affrontato nella ricerca empirica pare, infine, essere la relazione tra prestazioni aziendali e passività non finanziarie; tra queste, un'importanza considerevole può essere attribuita al debito commerciale che, pur non rispondendo a specifiche strategie di finanziamento delle imprese, può essere importante per attenuare i vincoli finanziari, cui queste sono esposte, e per espandere la loro capacità di spesa³⁴⁸.

4.2.2 Crescita, decisioni di finanziamento e redditività delle imprese familiari: un rapporto complesso

Non dissimilmente da quanto accade nelle imprese non familiari, la crescita dell'impresa familiare richiede (ed implica allo stesso tempo) l'impegno di risorse tanto strategiche (*i.e.* attività di pianificazione), quando produttive (*i.e.* fattore capitale); la struttura finanziaria è in grado di favorire il processo di crescita (o sviluppo) dell'impresa, ma impone una particolare attenzione all'equilibrio delle strutture di *governance* e di controllo, che nelle imprese familiari rappresentano un tema di elevata complessità.

Nelle more del processo di crescita, l'incremento della complessità dell'assetto organizzativo³⁴⁹, che deriva dall'ampliamento dimensionale, impone all'impresa familiare l'avvio di un concomitante sviluppo manageriale, in cui il ruolo del

³⁴⁷ In questa prospettiva: Benfratello et al. (2008) mostrano che lo sviluppo delle banche favorisce l'attività di innovazione in particolare per le piccole imprese e le imprese nei settori ad alta tecnologia. Aghion et al. (2004) osservano al contrario che, nel caso delle società statunitensi quotate, le imprese più innovative non fanno quasi affidamento sul debito bancario, ma preferiscono altri tipi di strumenti di finanziamento, come l'emissione di nuove azioni. Una visione più articolata è infine proposta da Stulz (2001), il quale suggerisce che il finanziamento a stadi, frequentemente applicato dalle banche, può essere efficace nel ridurre l'informazione asimmetrica e il comportamento opportunistico delle imprese finanziate. Sulla scorta di questa interpretazione, Semenov (2006) aggiunge che l'uso di questa modalità di finanziamento può migliorare l'accesso delle imprese ai finanziamenti esterni e aumentare la loro capacità di spesa complessiva per gli investimenti.

³⁴⁸ Per approfondimenti sul tema, si rimanda, *inter alia*, a Boissay & Gropp (2007); Brennan et al. (1988); Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2002); Emery (1984); Ferris (1981); Petersen & Rajan (1997).

³⁴⁹ L'ampliamento dimensionale dell'impresa assume generalmente portata trasversale e coinvolge differenti sfere e ambiti d'azione nei quali l'impresa agisce con l'obiettivo di crescere a livello organizzativo, nei confini proprietari, produttivo, commerciale, eccetera. Si rimanda sul punto a Giacosa (2015b).

fondatore risulta adeguarsi gradualmente alle rinnovate esigenze dell'impresa; ciò avviene generalmente attraverso l'affiancamento di una presenza manageriale e professionale³⁵⁰ e l'imprenditore non può esimersi dal farsi promotore, in prima persona, di una ragionata strategia di crescita³⁵¹. Tale strategia richiede modalità decisionali rapide e tempestive, fondate su un orizzonte temporale di medio lungo periodo, ed implica lo sviluppo di una propensione alla delega delle responsabilità decisionali, superando le resistenze nell'applicarla³⁵². Un efficace processo di crescita si avvale di una strategia dell'impresa che risulta dalla combinazione equilibrata di due componenti: a) le strategie pianificate, che consentono lo sfruttamento del vantaggio competitivo posseduto dall'impresa; b) le cosiddette strategie emergenti, maturate nella gestione operativa, che facilitano lo sviluppo di nuove opportunità. Se, nelle fasi iniziali del processo di sviluppo, questo equilibrio è assicurato dall'imprenditore all'aumentare delle dimensioni e della complessità aziendali, potrebbe essere necessario costituire un'unità dedicata, cui concedere adeguata autonomia, con lo specifico intento di disegnare la strategia di crescita aziendale³⁵³.

³⁵⁰ Così Miglietta (2009), 403. Sul punto, Corbetta (2005a) suggerisce che, a seguito della crescita, l'impresa debba essere dotata di un vertice aziendale che comprende l'imprenditore ed i suoi manager, i quali devono condividere ed adottare comportamenti omogenei; quando poi l'impresa assume dimensioni medio-grandi, il processo può essere sostenuto dall'inserimento di manager provenienti dall'esterno.

³⁵¹ Sul punto si veda il Capitolo 2. In linea con le considerazioni ivi addotte, si ritiene utile rimandare al contributo di Coda (2014), laddove in particolare l'autore afferma "*Le imprese, per svilupparsi, hanno bisogno di disciplina e di imprenditorialità*" (25); più nello specifico, Stenholm et al. (2015) sostengono "*family businesses benefit from innovative orientation, which is both directly and indirectly associated with firm growth via entrepreneurial activity. This association does not exist in nonfamily businesses. Furthermore, risk taking does not influence family business growth even if it does in nonfamily businesses*" (697).

³⁵² Anche l'orientamento nella gestione del personale deve passare attraverso investimenti nelle fasi di selezione, formazione, addestramento, incentivazione e nella progettazione dell'ambiente di lavoro per accresce i livelli di turnover dei dipendenti che, nel family business, sono piuttosto bassi. Sul punto si veda, Corbetta (2005a).

³⁵³ Con particolare riferimento all'impresa familiare Corbetta (2005a) suggerisce che le imprese con avviati processi di crescita profittevoli, e di lunga durata, sono risultate essere caratterizzate da: 1) una visione di lungo periodo e di strategie intenzionali basate sul perseguimento dello sviluppo dimensionale; 2) una propensione alla ricerca ed allo sfruttamento di nuove direttrici di crescita, con un ampliamento dell'ambito competitivo dell'impresa ed un aumento del fatturato in aree concorrenziali vicine o nuove; 3) una capacità di creare e alimentare un vantaggio nei confronti dei concorrenti, grazie ad un costante investimento sia sulla crescita del valore, che il cliente attribuisce al bene/servizio venduto dall'impresa, sia sulla riduzione dei costi e del capitale investito; 4) un controllo del ritmo di crescita con tassi programmati per mantenere un equilibrio della struttura economico finanziaria e del patrimonio di risorse e di competenze dell'impresa.

Oltre dalle considerazioni più strategiche, sotto il profilo economico-finanziario, si osserva che la crescita e lo sviluppo dell'impresa influenzano le esigenze aziendali in termini finanziari e, a cascata, il ricorso ai mezzi di terzi, ma sono al contempo condizionati dalla dotazione di risorse finanziarie, la quale influisce sulle condizioni entro cui lo sviluppo si concretizza. Un'azienda dotata delle opportune risorse finanziarie può creare (o sfruttare) le condizioni per avviare un percorso di crescita, che - a sua volta - genera nuovo fabbisogno finanziario³⁵⁴. In questo senso, l'impresa familiare si trova a dover individuare la migliore struttura finanziaria, non solo con riferimento alle note implicazioni di carattere economico, ma anche nell'ottica di trovare il giusto equilibrio tra il ruolo della famiglia e il ruolo dei soggetti terzi che partecipano al finanziamento dell'impresa.

La tradizionale avversione alla perdita o ad una riduzione del controllo dell'impresa, nonché alla propria dotazione di patrimonio socioemozionale, tende a configurare una struttura finanziaria che trova nell'autofinanziamento la fonte prediletta per soddisfare il fabbisogno finanziario; tale struttura, tuttavia, non risulta conciliabile con una strategia di crescita che presupponga investimenti superiori alle risorse finanziarie della famiglia proprietaria. Senza l'apertura del capitale a terzi, la possibilità di reperimento di risorse finanziarie si riduce, infatti, alle tradizionali fonti di indebitamento che, tuttavia, in caso di crescita, non risultano sempre sufficienti a sostenere il percorso.

In questo ambito, a sostegno delle strategie di sviluppo dell'impresе familiari, Di Mascio et al. (2007) individuano due modelli di crescita finanziaria: *finance based* e *firm based*, a seconda che le risorse finanziarie siano apportate, rispettivamente, dal sistema finanziario e dagli intermediari finanziari, oppure generate all'interno dell'impresa o conferite dalla famiglia; tali modelli sono classificabili in relazione al mantenimento del controllo aziendale, ovvero in relazione all'apertura verso terzi della proprietà, e la scelta di uno modello piuttosto che l'altro è legata alla fase che l'impresa sta attraversando: “*Business in the family*”, “*Family in the business*” e

³⁵⁴ In questo senso anche Bertini (1991). Per una efficace rappresentazione grafica della relazione di interdipendenza tra la crescita/sviluppo aziendale e la dotazione di risorse finanziarie si rimanda a Giacosa (2015b), 54.

“*Family office*”³⁵⁵. Queste fasi sono caratterizzate, secondo gli autori, da problematiche, obiettivi e strutture finanziarie diversi, la cui evoluzione segue anche l’aumento della complessità della *governance* aziendale e familiare.

Sulla stessa linea, una ricerca empirica condotta su un campione di 18 imprese familiari italiane³⁵⁶, di cui si è già dato notizia nelle pagine precedenti, ha evidenziato che l’avvio del processo di crescita richiede alcune condizioni preliminari facilitanti, fra cui un ottimo equilibrio finanziario, espresso da un rapporto di indebitamento finanziario contenuto e, contestualmente, da un’elevata redditività³⁵⁷. Le imprese del campione a più elevata crescita hanno, peraltro, consolidato, in generale, la propria struttura finanziaria anche riducendo l’incidenza dei debiti finanziari a breve scadenza; nello specifico, la ricerca suggerisce che per un’impresa che presenta un rapporto fra posizione finanziaria netta e capitale netto inferiore ad 1,5 è più probabile, *ceteris paribus*, ottenere una maggiore crescita in termini di fatturato (>50%). Allo stesso modo, la ricerca ha evidenziato che è più facile per un’impresa di più grandi dimensioni (>1.000 addetti) ottenere, *ceteris paribus*, una maggiore crescita in termini di fatturato (>100%); a questo è anche associata l’evidenza che le imprese di più grandi dimensioni presentano un rapporto di indebitamento finanziario mediamente inferiore rispetto alle imprese più piccole³⁵⁸. Esistono però alcune eccezioni: a) una azienda, avendo sempre mantenuto un rapporto di indebitamento elevato, potrebbe aver preferito, d’accordo con i proprio finanziatori, un processo di crescita ad elevato indebitamento, a fronte di congrue risorse messe a disposizione della famiglia; per contro, b) un’azienda potrebbe essere cresciuta a un tasso ben più contenuto di quello proprio della media delle aziende del campione, nel tentativo di ridurre il proprio grado di indebitamento.

³⁵⁵ Per approfondimenti si rimanda a Di Mascio et al. (2007), 285.

³⁵⁶ Il campione è stato selezionato dalla popolazione delle imprese italiane del database AIDA con un tasso di crescita cumulato 1997-2001 superiore al 50%, con ROI positivo nel 2000 e nel 2001, dotate di indipendenza strategica, non direttamente concorrenti, operanti in quattro comparti: alimentare, tradizionale (tessile, abbigliamento, arredamento), chimico-farmaceutico e meccanico.

³⁵⁷ Per approfondimenti si rimanda a Corbetta (2005b).

³⁵⁸ Tale considerazione si pone peraltro in linea con buona parte della letteratura che, con riferimento alle determinanti della crescita dell’impresa, prendendo le distanze dalla legge di Gibrat, ha dimostrato l’esistenza di una correlazione positiva fra la crescita e la dimensione dell’impresa; fra gli altri, si veda sul punto Becchetti & Trovato (2002).

4.2.3 Natura familiare e performance dell'impresa

Nell'ottica di completare l'analisi del contesto in cui può svolgersi efficacemente un processo di crescita, assume particolare rilevanza la capacità dell'impresa di generare e mantenere nel tempo la condizione di economicità, intesa come attitudine a garantire una congrua remunerazione dei fattori produttivi. Il concetto di crescita (o sviluppo), come già più volte ricordato, non può infatti essere confinato ad una singola estensione dell'impresa, ma deve essere osservato a livello complessivo; ne consegue che la creazione di valore non può essere considerata una misura indicativa della crescita aziendale, se non è valutata congiuntamente alle misure che rappresentano compiutamente le direzioni verso le quali crescita è avvenuta. Nel caso di specie, la considerazione della redditività dell'impresa contribuisce a definire, insieme alle misure di equilibrio finanziario e di ampliamento dimensionale, la "qualità" della crescita.

Al pari di ogni altra impresa, le imprese familiari perseguono obiettivi finanziari, che si è soliti esprimere in termini di creazione di valore finanziario (e.g. il reddito), e non finanziari, di assai più complessa definizione³⁵⁹. Negli ultimi anni, specialmente con riferimento alle imprese familiari, i ricercatori hanno tentato di rispondere all'interrogativo su quale sia la relazione tra il coinvolgimento della famiglia e la *performance* finanziaria dell'impresa, giungendo a risultati piuttosto eterogenei; si contano, infatti, autori che segnalano relazioni positive, altri negative e altri ancora neutre. I sostenitori dell'esistenza di un legame positivo giustificano la migliore *performance* delle imprese familiari (rispetto alle imprese non familiari) in funzione del fatto che la concentrazione della proprietà attenua i conflitti di interesse tra proprietari e gestori, riducendo i costi di agenzia; l'esistenza di questo legame è anche associata a potenziali vantaggi competitivi ottenuti attraverso la gestione familiare: la ricchezza socio-emotiva dell'impresa familiare e la prospettiva di lungo termine incoraggerebbero l'impegno della famiglia³⁶⁰. D'altro canto, i sostenitori di un nesso negativo fra il coinvolgimento della famiglia e la

³⁵⁹ Per alcune riflessioni sugli obiettivi e sulla valutazione delle performance dell'impresa familiare si rimanda, da ultimo, a Chua et al. (2018).

³⁶⁰ A questo proposito, la letteratura si è lungamente spesa: si rimanda, fra gli altri, Berle & Means (1933); Burkart et al. (2003); Berrone et al. (2010); Anderson & Reeb (2003).

performance finanziaria dell'impresa affermano che queste imprese, poiché sono gestite in maniera non professionale, praticano il nepotismo e sono potenzialmente incubatrici di comportamenti dannosi³⁶¹. Inoltre, Villalonga & Amit (2006) suggeriscono che un secondo tipo di conflitto di agenzia (denominato conflitto di agenzia di II tipo) si genera nelle imprese a conduzione familiare; i grandi azionisti di famiglia possono cioè usare la loro posizione di controllo nell'impresa per trarne benefici privati a spese dei piccoli azionisti. Questo conflitto di agenzia, se grave, può influire negativamente sulla capacità dell'impresa familiare di offrire prestazioni elevate. Infine, tra gli estremi, un gruppo di studiosi sostiene che l'effetto fra le due variabili può seguire relazioni non lineari (ad esempio, a forma di U invertita) o che questo effetto dipende da una serie di fattori, come: le strutture di *governance*, la strategia aziendale, il settore, le dimensioni e altre caratteristiche specifiche dell'impresa³⁶².

Per indagare la relazione fra natura (o coinvolgimento) familiare e performance dell'impresa gli indicatori utilizzati nella ricerca empirica sono svariati; quelli che ricorrono con maggiore frequenza sono però ROA, ROE e Tobin's Q³⁶³. A questo proposito occorre rilevare che molti autori adottano misure di *performance* indicative di crescita (o sviluppo); ciò potrebbe - ad evidenza - portare a sostenere che la ricerca in materia abbia comunque approfondito lo studio della relazione fra i meccanismi di crescita dell'impresa familiare, senza tuttavia darne conto nei termini qui esplicitati.

4.3 Metodi

Nel tentativo di fornire evidenza empirica della relazione fra la crescita e le decisioni di finanziamento, soprattutto con riferimento alle imprese familiari, cogliendo anche un'esigenza manifestata dalla letteratura recente, si propone di seguito un modello econometrico su un campione di imprese italiane non quotate.

³⁶¹ Si veda, a questo riguardo, Lansberg et al. (1988).

³⁶² Sull'argomento si rimanda a Anderson & Reeb (2003); Dyer (2006); Mazzi (2011); Sciascia & Mazzola (2008).

³⁶³ Per una ricostruzione accurata delle posizioni assunte dai ricercatori con riferimento alla relazione fra natura familiare dell'impresa e il livello di *performance*, nonché degli indicatori adottati in letteratura si rimanda a Basco (2013); Garcia-Castro & Aguilera (2014).

L'analisi tramite metodi quantitativi, specialmente in questo ambito di ricerca, rappresenta uno strumento utile per il ricercatore, che - tuttavia - non può prescindere da un'osservazione attenta e critica della realtà (avvalendosi di metodi qualitativi) e dallo studio rigoroso dei precetti teorici alla base del funzionamento dell'azienda.

4.3.1 Il campione

Il campione è composto da tutte le società italiane non finanziarie e non quotate³⁶⁴, i cui dati di bilancio siano presenti sul database AIDA Bureau Van Djck e che, fra il 2000 e il 2016, abbiano registrato ricavi da prestazioni e servizi pari almeno a 20 milioni e non superiori a 50 milioni di Euro. Il campione così selezionato comprende 8.651 società. Per evitare di includere nell'analisi i fenomeni legati all'autoimpiego e per dare conto dell'influenza della normativa giuslavoristica italiana, sono inoltre state rimosse dal campione le aziende che, nel medesimo periodo di riferimento, abbiano occupato meno di 15 dipendenti³⁶⁵: in questo modo, il campione conta 7.749 società. Infine, allo scopo di ridurre gli effetti distorsivi che errori nella trascrizione dei dati all'interno del database potrebbero introdurre sull'analisi, sono state rimosse le società che hanno mostrato un tasso di crescita annuale inferiore al 99% o superiore al 400% in ciascuno degli anni osservati³⁶⁶, nonché quelle che hanno registrato valori negativi nelle voci di bilancio dei debiti. In definitiva, il campione si compone di 5.885 società.

Il campione è stato preventivamente analizzato dall'Osservatorio AUB, cui si deve l'aver incorporato l'informazione circa la natura familiare delle imprese ivi contenute. In particolare, sono state considerate "familiari" le imprese in cui una o più famiglie, collegate tra loro da legami di parentela, o da solide alleanze,

³⁶⁴ Sono state escluse dal campione le società aventi azioni quotate sui mercati regolamentati e non regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

³⁶⁵ In particolare, per l'impresa che occupa più di 15 dipendenti, la normativa italiana prevede condizioni più gravose in caso di licenziamenti illegittimi e di licenziamenti collettivi, diritti sindacali più stringenti, l'obbligo di assunzione di un soggetto disabile e un aumento dei contributi sociali. Ciò si pone, peraltro, in linea con buona parte della ricerca secondo cui le imprese con un dipendente differiscono radicalmente dalle imprese con due o più dipendenti in termini di struttura produttiva, come fra gli altri hanno sostenuto Bottazzi et al. (2006).

³⁶⁶ I dati sui dipendenti sono stati interpolati linearmente al fine di evitare la perdita di osservazioni, nei casi in cui nel database originale mancassero i dati relativi ad anni isolati, o per soli due anni consecutivi all'interno del periodo osservato.

detengono il potere di nominare gli organi di governo. Il campione risulta, dunque, composto da 4.254 (72%) imprese familiari e 1.631 (28%) imprese non familiari³⁶⁷.

4.3.2 Il modello econometrico

Il modello è stato mutuato dalla ricerca di Molinari et al. (2016), rispetto alla quale sono state integrate alcune variabili, per rafforzare l'analisi dell'effetto della situazione finanziaria ed introdurre inoltre la considerazione degli effetti della redditività e della natura familiare dell'impresa sulla crescita. A questo ultimo riguardo, si è ritenuto utile considerare l'interazione della natura familiare rispetto alle variabili esplicative della crescita.

La variabile dipendente

La variabile dipendente è il tasso di incremento del numero dei dipendenti, anno su anno. La scelta di tale misura è riconducibile ad una serie di motivi: in primo luogo perché rappresenta una delle misure più interessanti di crescita delle imprese anche nella prospettiva dei *policy maker*, in quanto veicola informazioni sull'occupazione³⁶⁸; in secondo luogo perché è opinione diffusa che l'occupazione sia motore di dinamiche economiche, giacché anticipa la crescita delle vendite, che - a sua volta - influisce sulla crescita dei profitti; in terzo luogo perché è meno probabile che il dato sull'occupazione sia influenzato da errori di misurazione o dalla manipolazione dei dati sulle vendite o sui profitti a fini di reddito o di elusione dell'imposta sulle società³⁶⁹. Infine, rispetto alla crescita delle vendite (o del valore aggiunto), la crescita dell'occupazione è meno soggetta, a una correlazione spuria con una solida struttura finanziaria, e per tale motivo è probabile che riduca al minimo i possibili problemi di endogeneità negli esercizi di regressione eseguiti³⁷⁰.

La variabile dipendente è, pertanto, calcolata sulla base della seguente formula:

³⁶⁷ In questa misura, il campione osservato conferma la rilevanza del fenomeno dell'impresa familiare nel panorama economico italiano.

³⁶⁸ Ciò a ben vedere riflette l'impostazione della Commissione Europea, nella Raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003, in cui, al Considerando 4, precisa che "*Il criterio del numero degli occupati (in prosieguo «il criterio degli effettivi») rimane senza dubbio tra i più significativi e deve imporsi come criterio principale»*".

³⁶⁹ Si veda, *inter alia*, Casson et al. (2006).

³⁷⁰ Sull'argomento si rimanda a Fagiolo & Luzzi (2006); Molinari et al. (2016).

$$Crescita_{i,t} = \frac{Dipendenti_{i,t}}{Dipendenti_{i,t-1}} - 1$$

La Tabella 1 mostra una prima approssimativa rappresentazione del valore medio dell'indicatore annuale $Crescita_{i,t}$ delle imprese familiari e non familiari del campione nel periodo di osservazione (2000 anno base): appare chiaro che, in media, le imprese familiari (4,9%) siano cresciute annualmente di più delle imprese non familiari (1,8%); tale evidenza si pone in linea con le osservazioni addotte in precedenza da autorevole dottrina³⁷¹.

Tabella 1 Crescita media delle imprese familiari e non familiari del campione

	Media	Dev. St.	Minimo	Massimo
Familiari	0,049	0,240	-0,969	4
Non familiari	0,018	0,178	-0,881	4

Le variabili indipendenti

Al fine di valutare in che modo le caratteristiche finanziarie incidano sulla crescita dell'impresa, sono state calcolate, sulla base dei dati di bilancio, alcune misure inerenti, rispettivamente: la situazione e la struttura finanziaria.

Con riferimento alla prima categoria d'analisi, il flusso di cassa è adottato come misura di liquidità interna, unitamente all'incidenza dell'attivo circolante sulle passività a breve termine; il flusso di cassa, calcolato quale somma del risultato ante imposte, degli ammortamenti e svalutazioni e degli altri costi non monetari, è stato considerato in funzione del rapporto con i ricavi da prestazioni e servizi (*SCF*). Si è altresì osservato l'effetto del rapporto fra attività correnti e passività correnti, anche noto come *Current Ratio (CR)*. Con riferimento alla struttura finanziaria, sono invece stati considerati: a) il rapporto tra il totale dei debiti e il totale attivo (*DA*), che misura la propensione all'auto-finanziamento, o la dipendenza dal finanziamento esterno³⁷²; b) il rapporto fra i debiti bancari e il totale del passivo

³⁷¹ In ambito territoriale italiano, si rimanda in particolare al già citato Corbetta (2005a).

³⁷² È opportuno rammentare che la struttura finanziaria più conveniente non è, in generale, quella caratterizzata dal rapporto di indebitamento più basso possibile: infatti, se, da un lato, un indebitamento eccessivo e per converso una ridotta capitalizzazione rendono elevato il profilo di rischio dell'impresa, riducendone la flessibilità finanziaria e il grado di autonomia dai terzi finanziatori, dall'altro, un rapporto di indebitamento mantenuto a livelli molto bassi non permette

dello stato patrimoniale, come indice d'indipendenza dal debito bancario (*BoTD*);
 c) il rapporto fra i debiti finanziari a breve termine e i debiti finanziari complessivi, come misura della struttura della scadenza del debito (*SFD*)³⁷³.

Al modello si aggiunge, infine, l'osservazione degli effetti dell'efficienza organizzativa sulla crescita; tale considerazione è in linea con certa dottrina³⁷⁴ che, per meglio comprendere il meccanismo di crescita dell'impresa, suggerisce di ispirarsi alle teorie di *firm e industry dynamics*³⁷⁵, le quali sostengono la centralità, per la crescita competitiva, dell'eterogeneità dei fattori strutturali legati all'innovazione e all'efficienza, che influenzano, a loro volta, i profitti, la sopravvivenza e la crescita dell'impresa. Nello specifico, sulla base delle evidenze emerse dalla ricerca condotta da Corbetta (2005a), con riferimento alla relazione fra l'avvio del processo di crescita e l'equilibrio finanziario, si ritiene utile integrare l'analisi con il *ROA*.

La Tabella 2 riassume la definizione degli indicatori finanziari discussi finora.

Tabella 2 Variabili dipendenti

Variabile	Nome variabile	Equazione
Liquidità	SCF	Cash flow / fatturato da prestazioni e servizi
Liquidità	CR	Attività correnti / Passività correnti
Dipendenza dal debito esterno	DA	Totale debiti / totale attivo
Dipendenza dai debiti bancari	BoTD	Debiti bancari / Totale debiti
Scadenza del debito	SFD	Debiti finanziari a breve termine / Debiti finanziari
Efficienza organizzativa	ROA	Utile ante oneri finanziari / Totale attivo

di sfruttare la deducibilità fiscale degli interessi passivi sul debito e impatta negativamente sulla redditività - espressa dal ROE - in presenza di uno spread positivo fra redditività del capitale investito e costo medio del debito. La struttura finanziaria-obiettivo è dunque quella che deriva dal bilanciamento dinamico delle esigenze di contenere il profilo di rischio e di migliorare la redditività del capitale proprio grazie allo scudo fiscale sul debito e al meccanismo della leva finanziaria. Sul punto si veda, *inter alia*, Ferrero (1981), Ferrero (1984).

³⁷³ La scelta di tale modello a dispetto dell'assetto adottato da Molinari et al. (2016) è giustificata sulla base della disponibilità dei dati e sulla significatività delle relazioni, soprattutto nell'ottica di voler osservare l'effetto di moderazione della natura familiare dell'impresa.

³⁷⁴ V. Bianchini et al. (2016).

³⁷⁵ Si rimanda, ad esempio, Cooley & Quadrini (2001); Dosi et al. (1995); Ericson & Pakes (1995); Luttmer (2007); Metcalfe (1998); Nelson (2009); Silverberg et al. (1988).

La Tabella 3 riporta il valore medio delle variabili indipendenti in diversi periodi, a seconda che l'impresa sia familiare o non familiare.

Tabella 3 Media delle variabili indipendenti per le imprese familiari e non familiari nel 2006, 2010, 2016

	Imprese familiari			Imprese non familiari		
	2004	2010	2016	2004	2010	2016
SCF	0,042	0,039	0,043	0,017	0,039	0,022
CR	1,086	1,299	1,306	0,464	0,556	0,560
DA	0,493	0,456	0,427	0,164	0,165	0,159
BoTD	0,327	0,339	0,339	0,322	0,339	0,339
SFD	0,429	0,426	0,424	0,136	0,116	0,114
ROA	0,044	0,036	0,042	0,015	0,013	0,015

Da una prima osservazione risulta che le due tipologie di imprese del campione sono fra loro paragonabili nei valori che indicano l'incidenza dei debiti bancari sul totale del passivo (*BoTD*), mentre con riferimento alle altre misure inerenti la situazione e la struttura finanziaria e, soprattutto le *performance*, i valori sono differenti; in particolare, le imprese familiari risultano più redditizie rispetto alle imprese non familiari (*ROA*) e, allo stesso tempo, fanno ricorso con maggiore intensità a finanziamenti a breve termine (*SFD*)³⁷⁶.

Le variabili di controllo e variabile concomitante

A ciò si aggiungono le variabili *dummy* di tempo (D_{time}), per eliminare le componenti di tendenza, settoriali (D_{sector}), definite in base alle prime due cifre nella classificazione NACE, e della ripartizione geografica dell'impresa (D_{loc}), corrispondenti alle macro-aree geografiche Nord-Est, Nord-Ovest, Centro e Sud Italia.

La natura familiare dell'impresa è considerata quale variabile concomitante nel modello di regressione *panel* e il suo effetto è stato considerato fisso nel tempo;

³⁷⁶ Tale constatazione è peraltro in linea con le evidenze della ricerca Croci et al. (2011); Díaz-Díaz et al. (2016); González et al. (2013). A questo riguardo, è inoltre interessante constatare che l'incidenza dei debiti finanziari sul totale dei debiti, nonché dei debiti bancari sul totale dei debiti finanziari risulta mediamente maggiore nelle imprese familiari del campione, rispetto alle imprese non familiari: rispettivamente, 35% contro 12% e 62% contro 21%.

solamente nella regressione lineare *benchmark* (e nel modello ad effetti *random*) sono stati osservati gli effetti isolati della variabile *dummy* sulla natura familiare dell'impresa (D_{fam}).

4.3.3 La regressione panel

L'analisi del presente lavoro, sulla scorta di quanto effettuato da (Molinari et al. 2016), si inserisce nel filone di letteratura *post-Gibrat* e studia la relazione fra struttura finanziaria e la crescita, stimando una regressione “aumentata” sul modello base di Gibrat, cui si aggiungono tra i regressori gli indicatori della struttura finanziaria, oltre a dar conto dell'effetto di interazione della natura familiare³⁷⁷. Al fine di facilitare la comparazione fra i risultati dello studio di Molinari et al. (2016), che prescinde dall'osservazione della natura familiare dell'impresa, saranno stimati fondamentalmente due modelli di regressione, a seconda che sia considerato o meno l'effetto di moderazione della natura familiare.

Il modello econometrico include un termine quadratico sulla dimensione dell'impresa per catturare possibili non-linearità nella relazione dimensione-crescita; per tenere conto di possibili effetti ritardati inoltre il modello considera valori ritardati delle variabili della struttura finanziaria e della redditività, nonché della stessa variabile dipendente. A ciò si aggiungono le variabili *dummy* della localizzazione geografica (D_{geo}), di tempo (D_{tempo}) e del settore di attività ($D_{settore}$).

Si formalizza di seguito l'equazione di regressione, che prescinde dall'effetto di moderazione della natura familiare (1(a)):

$$\begin{aligned}
 Crescita_{i,t} = & \beta_1 \log(Dipendenti_{i,t-1}) + \beta_2 \log^2(Dipendenti_{i,t-2}) & 1(a) \\
 & + \beta_3 \log(Eta_{i,t-1}) + \beta_4 SCF_{i,t-1} + \beta_5 SCF_{i,t-2} + \beta_6 CR_{i,t-1} \\
 & + \beta_7 CR_{i,t-2} + \beta_8 DA_{i,t-1} + \beta_9 BotD_{i,t-1} + \beta_{10} SFD_{i,t-1} + \beta_{11} ROA_{i,t-1} \\
 & + \beta_{12} D_{tempo} + \beta_{13} D_{settore} + \beta_{14} D_{geo} + v_{i,t}
 \end{aligned}$$

L'equazione di regressione, che cattura l'effetto di moderazione della natura familiare dell'impresa, è la seguente:

³⁷⁷ Per approfondire i dettagli della equazione di regressione “aumentata” sul modello base di Gibrat, si legga Fagiolo & Luzzi (2006).

$$\begin{aligned}
Crescita_{i,t} = & (\beta_1 + \lambda_1 D_{fam}) \log(Dipendenti_{i,t-1}) + (\beta_2 \\
& + \lambda_2 D_{fam}) \log^2(Dipendenti_{i,t-2}) + (\beta_3 \\
& + \lambda_3 D_{fam}) \log(Eta_{i,t-1}) + (\beta_4 + \lambda_4 D_{fam}) SCF_{i,t-1} + (\beta_5 \\
& + \lambda_5 D_{fam}) SCF_{i,t-2} + (\beta_6 + \lambda_6 D_{fam}) CR_{i,t-1} + (\beta_7 + \lambda_7 D_{fam}) CR_{i,t-2} \\
& + (\beta_8 + \lambda_8 D_{fam}) DA_{i,t-1} + (\beta_9 + \lambda_9 D_{fam}) BoTD_{i,t-1} + (\beta_{10} \\
& + \lambda_{10} D_{fam}) SFD_{i,t-1} + (\beta_{11} + \lambda_{11} D_{fam}) ROA_{i,t-1} + \beta_{12} D_{tempo} \\
& + \beta_{13} D_{settore} + \beta_{14} D_{geo} + v_{i,t}
\end{aligned} \tag{1(b)}$$

Il modello completo, di cui all'equazione 1(b), considera - come anticipato - l'effetto di mediazione della natura familiare dell'impresa sulla crescita, attraverso l'utilizzo della D_{fam} , che assume valore pari ad 1 quando l'unità osservata è un'impresa familiare e a 0 negli altri casi. La lettura dei coefficienti deve, quindi, essere così effettuata: in corrispondenza di un'impresa familiare il coefficiente della variabile indipendente osservata assume valore pari a $(\beta + \lambda)$; al contrario, in corrispondenza di un'impresa non familiare il coefficiente è β .

La Tabella 4 mostra la matrice di correlazione tra le variabili finanziarie osservate.

Tabella 4 Matrice di correlazione

	log (dip _{i,t-1})	log (eta _{i,t-1})	SCF _{i,t-1}	CR _{i,t-1}	DA _{i,t-1}	BoTD _{i,t-1}	SFD _{i,t-1}	ROA _{i,t-1}
log(dip _{i,t-1})	-							
log(eta _{i,t-1})	0,0394	-						
SCF _{i,t-1}	0,0936	-0,0133	-					
CR _{i,t-1}	0,102	0,0978	0,1488	-				
DA _{i,t-1}	-0,2928	-0,1057	-0,3186	-0,5562	-			
BoTD _{i,t-1}	0,0778	0,0481	-0,03	-0,116	0,0635	-		
SFD _{i,t-1}	-0,1169	0,0507	-0,1988	-0,3127	0,2942	0,135	-	
ROA _{i,t-1}	-0,0145	0,0416	0,4843	0,2772	-0,2779	-0,2201	-0,0764	-

In linea con le assunzioni logiche delineate nel presente lavoro, la redditività ($ROA_{i,t-1}$) risulta correlata positivamente con il livello di liquidità ($SCF_{i,t-1}$: 0,4843; $CR_{i,t-1}$: 0,2772); per contro, essa risulta correlata negativamente con l'indebitamento ($DA_{i,t-1}$) e la dipendenza dal debito bancario ($BoTD_{i,t-1}$) (rispettivamente -0,2779 e -0,2201): ciò implica che, nelle imprese del campione e nel periodo di osservazione, ad una maggiore redditività corrisponde un minore indebitamento e una maggiore indipendenza dalle fonti di terzi dal debito bancario.

Lo stesso indicatore di indebitamento ($DA_{i,t-1}$) risulta, peraltro, correlato negativamente con gli indicatori di liquidità ($SCF_{i,t-1}$: -0,3186; $CR_{i,t-1}$: -0,5562), a testimonianza del fatto che in corrispondenza di un maggiore indebitamento, l'impresa risulta meno liquida (nello specifico, *ceteris paribus*, potrebbe disporre di inferiori flussi di cassa e di un inferiore attivo circolante). Infine, non sfugge che - in linea con le osservazioni rinvenibili in letteratura - il livello di indebitamento è correlato negativamente (sebbene per un valore contenuto) con il numero di dipendenti, ossia con la dimensione dell'impresa. In questo contesto, vale ancora la pena sottolineare come la struttura della scadenza del debito ($SFD_{i,t-1}$) sia negativamente correlata con le misure di liquidità del modello ($SCF_{i,t-1}$: -0,1988; $CR_{i,t-1}$: -0,3127) e di redditività (-0,0764)³⁷⁸, anche se, con riferimento a quest'ultima, solo minimamente.

4.4 Risultati

La Tabella 5 riporta i risultati dell'analisi *Pooled OLS*, i risultati di stima degli effetti casuali e di quelli fissi del modello di regressione finale, nonché gli effetti della moderazione della natura familiare sul modello econometrico³⁷⁹:

Tabella 5 Regressione panel

Variabile	Pooled OLS	Effetti Random	Effetti fissi	Effetti fissi con moderazione
$\log(\text{dip}_{i,t-1})$	-0,252***	-0,355***	-1,103***	-1,315***
$\log^2(\text{dip}_{i,t-1})$	0,023***	0,031***	0,071***	0,091***
$\log(\text{età}_{i,t-1})$	-0,013*	-0,013	0,016	0,067
$SCF_{i,t-1}$	-0,210***	-0,204***	-0,155*	-0,433**
$SCF_{i,t-2}$	0,015	0,020	0,093	-0,000
$CR_{i,t-1}$	-0,024*	-0,023*	-0,027*	-0,042
$CR_{i,t-2}$	0,008	0,004	-0,014	-0,046
$DA_{i,t-1}$	-0,049	-0,068	0,070	0,037
$BoTD_{i,t-1}$	-0,004	-0,008	0,026	0,192*
$SFD_{i,t-1}$	-0,044*	-0,043	-0,009	0,019

³⁷⁸ In questo senso, il campione sembrerebbe allinearsi con le evidenze emerse in Schiantarelli & Sembenelli (1997).

³⁷⁹ La scelta di analizzare il database con un modello ad effetti fissi risponde, anzitutto, alla intuizione logica che la natura familiare delle imprese del campione non cambia nel tempo e che gli effetti temporali per ogni entità hanno natura stocastica, ma non casuale. Inoltre, al fine di rispettare un certo rigore metodologico è stato effettuato il test di Hausman, il cui risultato ha provato che esiste differenza sistematica fra gli stimatori del modello ad effetti random e quello ad effetti fissi (Prob > chi2 minore di 0.000), pertanto gli esiti del modello a effetti casuali risultano distorti.

ROA _{i,t-1}	0,214*	0,174	0,153	0,699**
D _{geo}	Si	Si		
D _{tempo}	Si	Si		
D _{settore}	Si	Si		
D _{family}	Si	Si		
$f \log(\text{dip}_{i,t-1})$				0,439**
$f \log^2(\text{dip}_{i,t-1})$				-0,044**
$f \log(\text{età}_{i,t-1})$				-0,077
$f \text{SCF}_{i,t-1}$				0,342*
$f \text{SCF}_{i,t-2}$				0,128
$f \text{CR}_{i,t-1}$				0,018
$f \text{CR}_{i,t-2}$				0,038
$f \text{DA}_{i,t-1}$				-0,019
$f \text{BoTD}_{i,t-1}$				-0,234*
$f \text{SFD}_{i,t-1}$				-0,039
$f \text{ROA}_{i,t-1}$				-0,731*
N	3543	3543	3543	3543
F-test (Prob > F)	5,88 (0,000)		28,91 (0,000)	20,87 (0,000)
Wald test (Prob > chi2)		296,03 (0,000)		

***, ** e * indicano che il coefficiente è significativo rispettivamente allo 0,1, all'1 e al 5% di livello di confidenza.

Alla luce delle note di metodo sull'interpretazione delle varie declinazioni del modello, i risultati dell'analisi del modello ad Effetti fissi devono essere riferiti all'intero campione, mentre quelli del modello ad Effetti fissi con moderazione devono essere riferiti, alternativamente, alle imprese non familiari oppure, sommando le coppie di coefficienti, alle imprese familiari.

Con riferimento *indistinto* alle imprese del campione, gli esiti della regressione con il *modello ad effetti fissi* mettono in luce, anzitutto, una relazione negativa non monotona, tra le dimensioni e la crescita dell'azienda: la relazione, infatti, si inverte all'aumentare della dimensione e ciò è testimoniato dal coefficiente del termine quadratico $\log^2(\text{dip}_{i,t-1})$, significativamente diverso da zero in tutte le specifiche del modello. In altri termini, le dimensioni influiscono positivamente sulla crescita dell'impresa fino al punto in cui la relazione si inverte, ossia quanto i vantaggi legati

ad una grande dimensione (come le economie di scala) vengono superati dagli svantaggi (generalmente riconducibili ad un'eccessiva complessiva organizzativa che riduce la flessibilità operativa dell'impresa). La relazione tra età e crescita delle imprese non risulta, invece, significativa, se non nel modello *Pooled OLS*, il quale però non è idoneo ad osservare la variazione degli effetti fissi.

È interessante constatare che i flussi di cassa (e l'indicatore di liquidità ad essi associato, *SCF*) risultano correlati negativamente e in maniera significativa con la crescita dell'azienda in tutte le specifiche del modello; allo stesso modo, il secondo indicatore di liquidità (*CR*) evidenzia una relazione negativa e statisticamente significativa con la crescita dell'impresa. Ciò si pone in contrasto con i sostenitori dell'esistenza di una relazione positiva fra le due variabili³⁸⁰ e potrebbe suggerire che le imprese del modello non utilizzano i flussi di cassa per sostenere progetti di crescita, avvalendosi di altre fonti. L'evidenza sulla correlazione negativa fra flussi di cassa e crescita non è, però, supportata da ulteriori relazioni fra gli indicatori della struttura finanziaria e la crescita; infine, il *modello ad effetti fissi* non dimostra, con una significatività sufficiente, l'effetto della redditività sulla crescita.

Per apprezzare l'effetto della natura familiare è invece necessario considerare, come già anticipato, la somma dei coefficienti delle variabili osservate nel *modello ad effetti fissi con moderazione* ($\beta+\lambda$); le relazioni fra le variabili dipendenti e la crescita delle imprese non familiari vanno individuate nei coefficienti β (Tabella 6).

Tabella 6 Coefficienti regressione panel ad effetti fissi con moderazione della natura familiare

Variabile dipendente	Effetti fissi con moderazione	
	Imprese non familiari (β)	Imprese familiari ($\beta+\lambda$)
$\log(\text{dip}_{i,t-1})$	-1,315***	-0,876**
$\log^2(\text{dip}_{i,t-1})$	0,091***	0,047**
$\log(\text{età}_{i,t-1})$	0,067	-0,01
$\text{SCF}_{i,t-1}$	-0,433**	-0,091*
$\text{SCF}_{i,t-2}$	-0,000	0,128
$\text{CR}_{i,t-1}$	-0,042	-0,024
$\text{CR}_{i,t-2}$	-0,046	-0,008
$\text{DA}_{i,t-1}$	0,037	0,018

³⁸⁰ In contrasto con le evidenze del modello qui proposto si pongono fra gli altri Fagiolo & Luzzi (2006); Molinari et al. (2016).

BoTD _{i,t-1}	0,192*	-0,042*
SFD _{i,t-1}	0,019	-0,02
ROA _{i,t-1}	0,699**	-0,032*

Fermi restando i rilievi sopra svolti sull'intero campione, tanto per le imprese non familiari quanto per quelle familiari, appare confermata la relazione fra dimensione e crescita; anche la relazione fra liquidità e crescita non risulta, a ben vedere, modificata, almeno nel segno della direzione (*SCF*). Con riferimento a quest'ultima si rileva, però, una certa differenza nell'intensità della relazione in funzione della natura familiare dell'impresa: non sfugge, infatti, che i coefficienti della variabile indipendente presentino diverso valore assoluto a seconda che si tratti di impresa non familiare o familiare (rispettivamente, -0,433 e -0,091).

Occorre inoltre constatare che l'analisi del *modello ad effetti fissi con moderazione* rivela una relazione significativa fra la dipendenza dai debiti bancari e la crescita, e che tale relazione assume valori addirittura opposti in funzione della natura familiare dell'impresa³⁸¹. Per le imprese *non* familiari esisterebbe, infatti, una relazione *positiva* fra la dipendenza dai debiti bancari (*BoTD*) e la crescita (0,192), a sostegno del fatto che queste imprese tendono ad utilizzare il debito bancario per espandersi. Al contrario, la medesima relazione risulterebbe negativa (pur se lievemente) nelle imprese familiari (-0,042). Siffatte evidenze sembrerebbero, quindi, sostenere che le imprese *familiari* del campione, al contrario di quelle non familiari, *non* facciano ricorso al debito bancario per sostenere processi di crescita; a ben guardare, ciò potrebbe trovare giustificazione nell'utilizzo delle risorse patrimoniali della famiglia, per gli scopi dell'impresa, fornendo ulteriore conferma della riluttanza di questo tipo di imprese a far ricorso a fonti esterne di finanziamento.

Allo stesso modo, l'effetto della redditività (*ROA*) sulla crescita appare contrastante fra imprese non familiari e familiari; per le prime esisterebbe, infatti, una relazione positiva (0,699) fra le due variabili, mentre essa sarebbe (debolmente) *negativa* (-0,032) per le seconde. Questa evidenza potrebbe risultare quasi controintuitiva alla

³⁸¹ Tale relazione non risultava, invece, significativa nel modello ad effetti fissi senza moderazione.

luce della convincente considerazione che una migliore economicità (di cui la redditività rappresenta un indicatore) incide positivamente sulla capacità di crescita dell'impresa; tuttavia, occorre considerare che, oltre alle implicazioni puramente econometriche (derivanti dalla circostanza che le imprese familiari del campione, in media, crescono di più delle non familiari e presentano una redditività più alta), il modello potrebbe suggerire che, nell'avvio del processo di crescita, le imprese familiari possano reputare la redditività meno di quanto accade nelle imprese non familiari. Non sfugge, a questo riguardo, che la nozione di redditività si basa, come già ampiamente argomentato, sul concetto di congruità nella remunerazione dei fattori produttivi, nei confronti dei quali tale concetto non trova univoca applicazione, adattandosi alle caratteristiche di ciascuno³⁸². In questo senso, la redditività catturata dal ROA potrebbe assumere diverso significato per l'impresa familiare, rispetto a quella non familiare, con la conseguenza di un diverso influsso sulla crescita, o quantomeno della sua considerazione da parte dell'"imprenditore".

4.5 Limiti del modello e futuri sviluppi

Il primo e più grande limite del modello qui presentato risiede nella mancata considerazione dell'eterogeneità che naturalmente sussiste nelle imprese familiari: il confronto con le imprese non familiari, infatti, implica il trattamento delle imprese familiari in via unitaria e non consente di apprezzare le differenze fra di esse. Inoltre, il modello non dà conto delle modalità con cui le imprese del campione hanno attuato il processo di crescita, ad esempio considerando la presenza di operazioni straordinarie. Per questo motivo, potrebbe essere utile implementare il modello qui proposto, condividendo l'approccio delineato da McKelvie & Wiklund (2010). A ciò si aggiunge l'opportunità, per ora non sfruttata, di verificare la rilevanza che, ad evidenza di buona parte della letteratura³⁸³, è riservata al ruolo della generazione familiare nella determinazione della struttura finanziaria: il livello di indebitamento sarebbe, infatti, inferiore quando la proprietà dell'impresa fosse concentrata nelle mani di un'unica famiglia.

³⁸² Sul punto si rimanda alle considerazioni adottate nel Capitolo 3.1 Considerazioni introduttive: l'impresa in funzionamento.

³⁸³ Si vedano, *inter alia*, De Miguel et al. (2004); Pindado et al. (2015); Bacci et al. (2017).

Col medesimo obiettivo, si ritiene sarebbe utile ripetere l'analisi con l'adozione di *metodi di ricerca misti*, che permettono di superare la complessità intrinseca che caratterizza la ricerca sulle imprese familiari (Reilly & Jones 2017; De Massis & Kotlar 2014); tali metodi, in particolare, si basano sull'utilizzo congiunto di metodi qualitativi e quantitativi per fornire una più profonda comprensione del fenomeno ed un più elevato valore generale alle evidenze empiriche (specifiche). Peraltro, l'adozione di metodi di ricerca misti consentirebbe di ovviare alla difficoltà strutturale di reperimento di dati ufficiali ed affidabili su cui fondare analisi di natura comparativa, che assume rilevanza ancor più marcata nella ricerca sulle società non quotate e su quelle familiari³⁸⁴; in questo senso si potrebbe, ad esempio, procedere con lo svolgimento di *case study* al fine verificare la tenuta delle conclusioni tratte dal modello econometrico.

Bisogna infine rilevare come - benché abbia restituito risultati statisticamente significativi nella formulazione qui definita - la capacità esplicativa del modello potrebbe risultare incisa dalla circostanza che il campione risulta poco omogeneo rispetto alle variabili studiate. Tale considerazione emerge con chiarezza dalla constatazione che le osservazioni (3543) alla base dei risultati del modello si riferiscono ad un numero di imprese fortemente ridotto rispetto al campione di riferimento. In questa prospettiva, lo studio della distribuzione delle variabili del modello rispetto al campione consente di ottenere una prima indicazione in merito alle variabili che potrebbe essere utile espungere, al fine di evitare la falciatura delle osservazioni e dell'informazione che esse recano; si tratta, nello specifico, del rapporto fra i debiti finanziari a breve e i debiti finanziari complessivi (SFD) e del rapporto fra i debiti bancari e il totale dei debiti (BoTD)³⁸⁵. Nel tentativo di conservare, per quanto possibile, l'integrità del modello - e, in particolare, di mantenere l'osservazione dell'effetto della struttura della scadenza del debito - è opportuno considerare l'inserimento di una nuova variabile, in sostituzione delle

³⁸⁴ In questa direzione si è pronunciata anche recente dottrina, si rimanda su tutti a Wilson, S. R., Whitmoyer, J. G., Pieper, T. M., Astrachan, J. H., Hair, J. F., Jr & Sarstedt, M. (2014). Method Trends and Method Needs: Examining Methods Needed for Accelerating the Field. *Journal of Family Business Strategy*, 5(1), 4-14.

³⁸⁵ La causa di tale discontinuità potrebbe essere ricercata nel fatto che molte delle imprese del campione depositano il bilancio in forma abbreviata, che non consente di apprezzare la scomposizione delle varie voci di debito (vs banche, fornitori, ecc).

due sopracitate, quale, ad esempio, il rapporto fra debiti a breve termine e totale dei debiti (STD), e ripetere lo studio dei risultati del modello. Ciò potrebbe consentire di superare le debolezze del modello rispetto al campione di riferimento, mantenendo al contempo l'osservazione delle variabili che si ritiene possano contribuire a spiegare la crescita dell'impresa. Un altro spunto di ampliamento rispetto alla formulazione del modello qui proposta giunge dalla constatazione che l'indicatore BoTD, ancorché responsabile della esclusione delle osservazioni dal modello, manchi di dare adeguata rappresentazione dell'effetto dell'autofinanziamento alla crescita dell'impresa, di fatto rinunciando a considerare l'interazione fra questa modalità di reperimento del capitale e la crescita.

5. Conclusioni

L'attenzione che, negli ultimi anni, la ricerca dedica alle imprese familiari sta progressivamente portando alla definizione di un *corpus* di studi autonomo e identificabile; tuttavia, la trasversalità e la genetica multidisciplinarietà del fenomeno non consentono agli studiosi di distaccarsi definitivamente dai modelli di ricerca generalisti; ciò, a ben vedere, rappresenta - ad un tempo - un limite e un'opportunità in quanto se, da un lato, sono impiegate diversamente risorse utili alla creazione di modelli specialisti, dall'altro, ne risulta arricchita la conoscenza sui modelli generalisti, i cui fondamenti logici non possono in ogni caso essere ignorati. A ciò si aggiunga che l'adozione di modelli di ricerca appartenenti a materie diverse da quelle economiche consente ai ricercatori di ampliare gli orizzonti di studio dell'impresa, quindi anche dell'economia aziendale; e ciò contribuisce, senza dubbio, a raggiungere una sempre maggiore autonomia nella ricerca sulle imprese familiari.

Le tematiche della crescita e delle decisioni di finanziamento delle imprese familiari sono state, in varia misura, oggetto di studio nel corso del tempo, ma non si può affermare che la ricerca abbia definitivamente fatto luce sulle motivazioni che soggiacciono a questi due momenti della vita dell'impresa in tale forma: l'interazione fra i due sistemi che compongono l'impresa familiare è, infatti, portatrice di una elevatissima complessità che non è ancora stato possibile sciogliere con gli strumenti attualmente a disposizione.

Partendo dalle rilevanti considerazioni della dottrina economico-aziendale italiana e della letteratura internazionale, la ricerca presentata in questo lavoro ha indagato la relazione fra la crescita e le decisioni di finanziamento delle imprese, soffermandosi sulle implicazioni della natura familiare dell'impresa, e si è avvalsa, non solo di un'estesa *literary review*, ma anche di metodi quantitativi, che hanno permesso di corroborare le osservazioni teoriche che, da sole, potrebbero ritenersi dotate da un eccessivo carattere compilativo.

L'analisi empirica ha, anzitutto, confermato l'assoluta centralità dell'impresa familiare nel sistema economico di riferimento³⁸⁶ e rimarcato, oltre che posto in evidenza, la presenza di differenze fra le imprese familiari e quelle non familiari in termini di scelte di finanziamento, ma non solo. In secondo luogo, gli esiti dell'analisi econometrica hanno offerto un terreno di confronto interessante con riferimento specialmente: 1) alla relazione causale che sussiste, nelle imprese del campione, fra il carattere di economicità (catturato da un indicatore di redditività) e la crescita dell'impresa; e 2) a come questa relazione si modifichi in funzione della natura familiare, proprio quale motivo di condizionamento e diversità rispetto al modello teorico d'impresa in senso lato.

Ciò consente di giustificare le considerazioni teoriche, sin qui adottate, che suggeriscono *l'esistenza di un differente impianto logico* fra le due tipologie di imprese, familiari e non, pur in presenza di aspetti tipici ed identitari dell'"oggetto impresa" in senso teorico.

Certamente questa ricerca non può ritenersi un punto d'arrivo né, tanto meno, propone esiti immutabili in un eventuale riesame futuro, ma testimonia la volontà di far emergere la consapevolezza che *la differenza nell'impianto logico di funzionamento* dell'impresa familiare non potrà certamente venir meno.

³⁸⁶ Il campione è composto da 5.885 società italiane non finanziarie e non quotate, i cui dati di bilancio siano presenti sul database AIDA Bureau Van Djck e che, fra il 2000 e il 2016, abbiano registrato ricavi da prestazioni e servizi pari almeno a 20 milioni e non superiori a 50 milioni di Euro, che, nel medesimo periodo, abbiano occupato almeno 15 dipendenti e che non abbiano registrato un tasso di crescita annuale superiore al 400% in ciascuno degli anni osservati. Le imprese familiari del campione sono 4.254 (pari al 72%) e quelle non familiari 1.631 (pari al 28%).

Bibliografia

Abeywardhana, D.K.Y., 2016. Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research*, 6(1), 133–6.

Acharya, V. V., Almeida, H. & Campello, M. 2007. Is Cash Negative Debt? a Hedging Perspective on Corporate Financial Policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), 515–554.

Adams, A.F., III et al., 2004. The Importance of Integrated Goal Setting: The Application of Cost-of-Capital Concepts to Private Firms. *Family Business Review*, 17(4), 287–302.

Aghion, P. et al., 2004. Technology and Financial Structure: Are Innovative Firms Different? *Journal of the European Economic Association*, 2(2/3), 277–288.

Airoldi, G., Brunetti, G. & Coda, V., 1994. *Economia aziendale*, Bologna: Il Mulino.

Ajzen, I., 1991. The theory of planned behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179–211.

Akerlof, G. A., 1970. The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.

Alchian, A.A., 1950. Uncertainty, Evolution, and Economic Theory. *Journal of Political economy*, 58(3), 211–221.

Alcorn, P. B. (1982). *Success and Survival in the Family-Owned Firm*. New York: McGraw-Hill.

Aldrich, H.E. & Cliff, J.E., 2003. The pervasive effects of family on entrepreneurship: toward a family embeddedness perspective. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 573–596.

Allouche, J. & Amann, B., 1998. La confiance: une explication des performances des entreprises familiales. *Economies et sociétés*, 32, 129–154.

Almeida, H., Campello, M. & Weisbach, M. S. 2004. The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of finance*, 59(4), 1777–1804

- Altman, E. I. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of finance*, 39(4), 1067–1089.
- Amaduzzi, A., 1961. *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Torino: UTET.
- Amaduzzi, A., 1969. Osservazioni intorno ai concetti di spazio e di tempo nel problema economico-aziendale. In *Scritti in onore di Giordano Dell'Amore*. Milano: Giuffrè.
- Amato, S., 2017. Governance e ricambio generazionale. In *Le aziende familiari*. Torino: G. Giappichelli Editore, 49–95.
- Amodeo, D., 1964. *Ragioneria generale delle imprese*, Napoli: Giannini Editore.
- Amore, M.D., Minichilli, A. & Corbetta, G., 2011. How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms? *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1016–1027.
- Ampenberger, M. et al., 2011. Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy. *Review of Managerial Science*, 7(3), 247–275.
- Anderson, R.C. & Reeb, D.M., 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of finance*, 58(3), 1301–1328.
- Ang, J.S., 1992. On the Theory of Finance for Privately Held Firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 185–203.
- Anselmi, L. & Lattanzi, N., 2016. *Il family business made in Tuscany*, Milano: Franco Angeli Edizioni.
- Anselmi, L. & Marinò, L., 1999. L'azienda familiare. In *Aziende familiari di successo in Toscana*. Milano: Franco Angeli, 15–29.
- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K., 2008. The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59–92.

- Arosa, B., Iturralde, T. & Maseda, A., 2010. Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 1(2), 88–96.
- Arregle, J.-L. et al., 2007. The Development of Organizational Social Capital: Attributes of Family Firms*. *Journal of Management Studies*, 44(1), 73–95.
- Arrondo-García, R., Fernández-Méndez, C. & Menéndez-Requejo, S., 2016. The growth and performance of family businesses during the global financial crisis: The role of the generation in control. *Journal of Family Business Strategy*, 7(4), 227–237.
- Astrachan, J.H. & Jaskiewicz, P., 2008. Emotional Returns and Emotional Costs in Privately Held Family Businesses: Advancing Traditional Business Valuation. *Family Business Review*, 21(2), 139–149.
- Astrachan, J.H. & McMillan, K.S., 2003. Conflict and communication in the family business. (16).
- Astrachan, J.H. & Shanker, M.C., 2003. Family Businesses' contribution to the U.S. Economy: A Closer Look. *Family Business Review*, 16(4), 211–219.
- Audretsch, D. B. & Elston, J. A. 2002. Does Firm Size Matter? Evidence on the Impact of Liquidity Constraints on Firm Investment Behavior in Germany. *International Journal of Industrial Organization*, 20, 1–17
- Aznarez, A. & Vilaseca, A., 2007. Capital Structure of the Family Business: A Theoretical Framework for the Second Best. In IFERA. Oestrich-Winkel.
- Babicky, J., 1987. Consulting to the Family Business. *Journal of Management Consulting*, 3(4), 25–32.
- Bacci, S., Cirillo, A., Mussolino, D., & Terzani, S., 2017. The influence of family ownership dispersion on debt level in privately held firms. *Small Business Economics*, 51(3), 557-576.
- Bamford, C.E., Dean, T.J. & Douglas, T.J., 2004. The temporal nature of growth determinants in new bank foundings: implications for new venture research design. *Journal of Business Venturing*, 19(6), 899–919.

- Banca d'Italia, 1994. Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali. *Contributi all'analisi economica*.
- Banca d'Italia, 2007. Indagine sulle imprese industriali e dei servizi Anno di riferimento 2006. *Supplementi al Bollettino Statistico*, 17(41), 1–98.
- Barca, F. et al., 1994. *Assetti proprietari e mercato delle imprese*, Bologna: Il Mulino.
- Barclay, M. J., Marx, L. M. & Smith, C. W. 2003. The Joint Determination of Leverage and Maturity. *Journal of Corporate Finance*, 9(2), 149–167
- Barnes, L. B. & Hershon, S. A., 1976. Transferring Power in the Family Business. *Harvard business review*, 54(4), 105–114.
- Barney, J., 1991. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Barontini, R. & Caprio, L., 2006. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689–723.
- Barry, B., 1975. The Development of Organisation Structure in the Family Firm. *Journal of General Management*, 3(1), 42–60.
- Barton, S.L. & Gordon, P.J., 1988. Corporate Strategy and Capital Structure. *Strategic Management Journal*, 9(6), 623–632.
- Basco, R. & Pérez Rodríguez, M.J., 2009. Studying the Family Enterprise Holistically. *Family Business Review*, 22(1), 82–95.
- Basco, R., 2013. The family's effect on family firm performance: A model testing the demographic and essence approaches. *Journal of Family Business Strategy*, 4(1), 42–66.
- Basco, R., 2017. “Where do you want to take your family firm?” A theoretical and empirical exploratory study of family business goals. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 20(1), 28–44.
- Bauman, Z. 2002. *Liquid Modernity*, Polity Press, Cambridge, 2000. Trad. it. Z. Bauman, *Modernità liquida*, Laterza, Roma-Bari,

- Becchetti, L. & Trovato, G., 2002. The determinants of growth for small and medium sized firms. The role of the availability of external finance. *Small Business Economics*, 19(4), 291–306.
- Benfratello, L., Schiantarelli, F. & Sembenelli, A., 2008. Banks and innovation: Microeconometric evidence on Italian firms. *Journal of Financial Economics*, 90(2), 197–217.
- Berger, A.N. & Udell, G.F., 1995. Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance. *The Journal of Business*, 68(3), 351–381.
- Berle, A.A. & Means, G., 1933. *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan.
- Berrone, P. et al., 2010. Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less? *Administrative Science Quarterly*, 55(1), 82–113.
- Berrone, P., Cruz, C. & Gomez-Mejia, L.R., 2012. Socioemotional Wealth in Family Firms. *Family Business Review*, 25(3), 258–279.
- Bertini, U., 1991. Strategie di sviluppo interno e forme organizzative. In *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali*. Milano: Etas, p. 181 ss.
- Bertrand, M. & Schoar, A., 2006. The Role of Family in Family Firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73–96.
- Besta, F. 1922. *La ragioneria*, parte I: «Ragioneria generale», vol. I, ristampa della 2a ed., Milano, Vallardi,
- Bianchi, C. & Tomaselli, S., 2008. Sviluppo o nanismo? Verso una consapevole valutazione della crescita sostenibile nell'impresa familiare: un approccio di «system dynamics». In *Dinamiche di sviluppo e internazionalizzazione del family business*. Bologna: Il Mulino, 211–226.
- Bianchini, S., Bottazzi, G. & Tamagni, F., 2016. What does (not) characterize persistent corporate high-growth? *Small Business Economics*, 48(3), 633–656.
- Bienaymé, A., 1971. *La croissance des entreprises*, Paris: Bordas.

Blanco-Mazagatos, V., de Quevedo-Puente, E. & Delgado-García, J.B., 2016. How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective. *Journal of Family Business Strategy*, 7(3), 167–177.

Boissay, F. & Gropp, R. 2007. Trade Credit Defaults and Liquidity Provision by Firms. *ECB Working Paper*, 753, 1–44.

Bond, S., Elston, J. A., Mairesse, J. & Mulkay, B. 2003. Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany, and the United Kingdom: a Comparison Using Company Panel Data. *Review of Economics and Statistics*, 85(1), 153–165

Bongini, P., Di Battista, M.L. & Nieri, L., 2015. Relationship lending through the cycle: what can we learn from three decades of research?

Bosse, D.A. & Phillips, R.A., 2016. Agency theory and bounded self-interest. *Academy of Management Review*, 41(2), 276–297.

Bottasso, A., 1998. La relazione tra struttura finanziaria e decisioni reali delle imprese: una rassegna critica dell'evidenza empirica, *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, 57(1), 109–155.

Bottazzi, G., Secchi, A. & Tamagni, F. 2006. Financial Fragility and Growth Dynamics of Italian Business Firms. *LEM Working Paper Series*, 2006/07, 1–25.

Boyer, P. & Roth, H., 1976. The Cost of Equity Capital for Small Business. *American Journal of Small Business*, 1(2), 1–11.

Brealey, R., Leland, H.E. & Pyle, D.H., 1977. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of finance*, 32(2), 371–387.

Brennan, M. J., Maksimovic, V. & Zechner, J. 1988. Vendor Financing. *The Journal of finance*, 43(5), 1127–1141.

Burkart, M., Panunzi, F.A. & Shleifer, A., 2003. Family Firms. *The Journal of finance*, 58(5), 2167–2201.

Calabrò, A., Campopiano, G. & Basco, R., 2017. Principal-principal conflicts and family firm growth. *Journal of Family Business Management*, 7(3), 291–308.

Callimaci, A., Fortin, A. & Landry, S., 2011. Determinants of leasing propensity in Canadian listed companies. *International Journal of Managerial Finance*, 7(3), 259–283.

Calvosa, L. & Lattanzi, N., 2016. La struttura finanziaria delle società di capitali a conduzione familiare. In *Il family business made in Tuscany*. Milano: Franco Angeli Edizioni, 401–413.

Cano-Rubio, M., Fuentes-Lombardo, G. & Vallejo-Martos, M.C., 2017. Influence of the lack of a standard definition of “family business” on research into their international strategies☆. *European Research on Management and Business Economics*, 23(3), 132–146.

Carmeli, A., 2004. Assessing Core Intangible Resources. *European Management Journal*, 22(1), 110–122.

Carney, M., 2005. Corporate Governance and Competitive Advantage in Family-Controlled Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 249–265.

Carpenter, R. E. & Petersen, B. C. 2002. Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance? *The Review of Economics and Statistics*, 84(2), 298–309.

Carpenter, R. E. & Petersen, B. C. 2002. Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance? *The Review of Economics and Statistics*, 84(2), 298–309

Carsrud, A. L., 1994. Meanderings of a Resurrected Psychologist or, Lessons Learned in Creating a Family Business Program. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19(1), 39–48.

Casson, M., 1999. The economics of the family firm. *Scandinavian Economic History Review*, 47(1), 10–23.

Casson, M., Yeung, B. & Basu, A. 2006. *The Oxford Handbook of Entrepreneurship*. Oxford: Oxford University Press.

Cattaneo, M., 1963. *Le imprese di piccole e medie dimensioni*. Istituto editoriale Cisalpino, Milano.

Cavaleri, E., 1981. *Sul tema della dimensione d'impresa*, Kappa, Roma.

- Ceccherelli, A. 1923. *Introduzione Allo Studio Della Ragioneria Generale*. Relice le Monnier.
- Cenciarelli, V.G., Ferretti, P. & Iacoviello, G., 2017. Lending e PMI familiari. In *Aspetti di governance, sistemi di controllo e di risk management nelle aziende familiari*. Alcune evidenze empiriche. Torino: Il Mulino.
- Centro Studi Unioncamere, 2014. *Rapporto annuale Unioncamere 2014*, Roma.
- Cerboni, G. 1886a. *La Ragioneria Scientifica E Le Sue Relazioni Con Le Discipline Amministrative E Sociali*. Ermanno Loescher.
- Cerboni, G. 1886b. *La Ragioneria Scientifica*. Roma: Ermanno Loescher.
- Chae, S.-J. & Oh, K., 2016. The Effect Of Family Firm On The Credit Rating: Evidence From Republic Of Korea. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 30(3), 1575–1584.
- Chaganti, R., DeCarolis, D. & Deeds, D., 1995. Predictors of Capital Structure in Small Ventures. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 20(2), 6–18.
- Chandler, A., 1977. *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Harvard University Press.
- Chandler, A.D., Hikino, T. & Chandler, A.D., 1990. *Scale and scope: The dynamics of industrial capitalism*, Harvard University Press.
- Chandler, G.N., McKelvie, A. & Davidsson, P., 2009. Asset specificity and behavioral uncertainty as moderators of the sales growth — Employment growth relationship in emerging ventures. *Journal of Business Venturing*, 24(4), 373–387.
- Chen, Q. et al., 2014. Family Control, Regulatory Environment, and the Growth of Entrepreneurial Firms: International Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 22(2), 132–144.
- Chittenden, F., Hall, G. & Hutchinson, P., 1996. Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Small Business Economics*, 8(1), 59–67.

- Chrisman, J.J. & Patel, P.C., 2012. Variations in R&D Investments of Family and Nonfamily Firms: Behavioral Agency and Myopic Loss Aversion Perspectives. *The Academy of Management Journal*, 55(4), 976–997.
- Chrisman, J.J. et al., 2012. Family Involvement, Family Influence, and Family-Centered Non-Economic Goals in Small Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(2), 267–293.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. & Litz, R.A., 2004. Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 335–354.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. & Sharma, P., 2005. Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(5), 555–575.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H. & Steier, L.P., 2003. An introduction to theories of family business. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 441–448.
- Christensen, R., C., 1953. *Management succession in small and growing enterprise*, The Andover Press.
- Chua, J.H. et al., 2012. Sources of Heterogeneity in Family Firms: An Introduction. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6), 1103–1113.
- Chua, J.H. et al., 2018. Reflections on family firm goals and the assessment of performance. *Journal of Family Business Strategy*, 9(2), 107–113.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J. & Sharma, P., 1999. Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(40), 19–39.
- Churchill, N. C. & Hatten, K. J., 1987. Non-Market-Based Transfers of Wealth and Power: a Research Framework for Family Business. *American Journal of Small Business*, 11(3), 51–64.
- Clarkson, M.B., 1991. Defining, evaluating, and managing corporate social performance: The stakeholder management model. *Research in corporate social performance and policy*, 12(1), 331–358.

- Coad, A., 2007. Firm Growth: a Survey. *Papers on Economics and Evolution*, (3), 1–72.
- Coase, R.H., 1937. The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386–405.
- Coda, V., 1984. La valutazione della solvibilità a breve. *Finanza, Marketing e Produzione*, 3.
- Coda, V., 1988. *L'orientamento strategico dell'impresa*, Torino: UTET.
- Coda, V., 2014. Le condizioni di sviluppo dell'impresa. *Economia Aziendale Online*, 5(1), 25–32.
- Coleman, S. & Carsky, M., 1999. Sources of capital for small family-owned businesses: Evidence from the national survey of small business finances. *Family Business Review*, 12(1), 73–84.
- Colli, A., Pérez, P.F. & Rose, M.B., 2003. National Determinants of Family Firm Development? Family Firms in Britain, Spain, and Italy in the Nineteenth and Twentieth Centuries. *Enterprise and Society*, 4(1), 28–64.
- Cooley, T. F. & Quadrini, V. 2001. Financial Markets and Firm Dynamics. *American Economic Review*, 91(5), 1286–1310.
- Copeland, T.E., Weston, J.F. & Shastri, K., 1983. *Financial theory and corporate policy*, Addison-Wesley Reading, MA.
- Corbetta, G. & Salvato, C., 2004. Self-Serving or Self-Actualizing? Models of Man and Agency Costs in Different Types of Family Firms: A Commentary on “Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence.” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 355–362.
- Corbetta, G., 1995. *Le imprese familiari: caratteri originali, varietà e condizioni di sviluppo*, EGEA.
- Corbetta, G., 2005a. *Capaci di crescere*, Milano: Egea.
- Corbetta, G., 2005b. Dinamiche di crescita delle imprese familiari italiane. In *Capaci di crescere*. Milano: Egea.

- Corbetta, G., 2010. *Le aziende familiari: Strategie per il lungo periodo*, Milano: Egea.
- Corticelli, R., 1998. *La crescita dell'azienda. Ordine ed equilibrio nell'unità produttiva* 2nd ed., Milano: Giuffrè.
- Craig, J.B., Dibrell, C. & Davis, P., 2008. Leveraging Family-Based Brand Identity to Enhance Firm Competitiveness and Performance in Family Businesses. *Journal of Small Business Management*, 46(3), 351–371.
- Crespí, R. & Martín-Oliver, A., 2015. Do Family Firms have Better Access to External Finance during Crises? *Corporate Governance: An International Review*, 23(3), 249–265.
- Cristiano, E. & Sicoli, G., 2013. *Evoluzione E Dinamiche Di Sviluppo Delle Imprese Familiari. Un Approccio Economico-Aziendale: Un Approccio Economico-Aziendale*. Milano: Franco Angeli Edizioni
- Croci, E., Doukas, J.A. & Gonenc, H., 2011. Family Control and Financing Decisions. *European Financial Management*, 17(5), 860–897.
- Cumming, D., Siegel, D.S. & Wright, M., 2007. Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 439–460.
- Cyert, R.M. & March, J.G., 1963. *A behavioral theory of the firm*, Englewood Cliffs, NJ.
- D'Aurizio, L., Oliviero, T. & Romano, L., 2015. Family firms, soft information and bank lending in a financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 33(C), 279–292.
- D'Ippolito, T. 1953. *L'azienda. Prime nozioni di economia aziendale e di ragioneria*, 2a ed., Palermo, Abbaco,
- D'Onza, G., 2017. *Assetti di governance, sistemi di controllo e di risk management nelle aziende familiari*, Torino: Giappichelli Editore.
- Daft, R.L., 1983. Learning the craft of organizational research. *Academy of Management Review*, 8(4), 539–546.

- Daily, C.M. & Dollinger, M.J., 1992. An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review*, 5(2), 117–136.
- Daily, C.M. & Thompson, S.S., 1994. Ownership Structure, Strategic Posture, and Firm Growth: An Empirical Examination. *Family Business Review*, 7(3), 237–249.
- Dalocchio, M., Tzivelis, D., Vinzia, M.A. 2011. Finanza per la crescita sostenibile, Egea, Milano.
- Damodaran, A. & Roggi, O., 2015. *Finanza aziendale. Applicazioni per il management*, Maggioli Editore.
- Damodaran, A., 2015. *Applied corporate finance* 4 ed., John Wiley & Sons.
- Danes, S.M. et al., 2009. Family Capital of Family Firms. *Family Business Review*, 22(3), 199–215.
- Daniel, K. & Titman, S. 1995. Financing Investment Under Asymmetric Information, in: *Finance Handbooks in Operation research and Management science*.
- Daspit, J.J. et al., 2017. A Strategic Management Perspective of the Family Firm: Past Trends, New Insights, and Future Directions. *Journal of Managerial Issues*, 29(1), 6–29.
- Davidsson, P., Steffens, P. & Fitzsimmons, J., 2009. Growing profitable or growing from profits: Putting the horse in front of the cart? *Journal of Business Venturing*, 24(4), 388–406.
- Davis, J.H., Allen, M.R. & Hayes, H.D., 2010. Is Blood Thicker Than Water? A Study of Stewardship Perceptions in Family Business. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(6), 1093–1116.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D. & Donaldson, L., 1996. Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.
- Davis, P. (1983). Realizing the Potential of the Family Business. *Organizational dynamics*, 12(1), 47–56.

- De Angelis, D. & Miglietta, N., 2008. L'influenza dei fattori emozionali sulla determinazione del costo del capitale nelle imprese familiari. In *Strategie di crescita e internazionalizzazione delle imprese familiari. Il contesto globale e distretturale*. Cedam.
- De Angelo, H. & Masulis, R.W., 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3–29.
- De Bodt, E., Lobeze, F. & Statnik, J.-C., 2005. Credit Rationing, Customer Relationship and the Number of Banks: an Empirical Analysis. *European Financial Management*, 11(2), 195–228.
- De Massis, A. & Kotlar, J., 2014. The case study method in family business research: Guidelines for qualitative scholarship. *Journal of Family Business Strategy*, 5(1), 15–29.
- De Miguel, A., Pindado, J. & la Torre, de, C. 2004. Ownership Structure and Firm Value: New Evidence From Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199–1207.
- De Visscher, F.M., Aronoff, C. & Ward, J.L., 2011. *Financing Transitions* 2nd ed., Palgrave Macmillan US.
- Debicki, B.J. et al., 2009. Family Business Research in the New Millennium. *Family Business Review*, 22(2), 151–166.
- Debicki, B.J. et al., 2016. Development of a socioemotional wealth importance (SEWi) scale for family firm research. *Journal of Family Business Strategy*, 7(1), 47–57.
- Del Bene, L., 2012. La funzione imprenditoriale e la funzione manageriale. Del Bene, L., Liberatore, G. & Lattanzi, N. 2012. *Aziende Familiari e longevità economica. Fasi, modalità di analisi e strumenti operativi*. Milano: Ipsoa, 79–119.
- Dell'Amore, G., 1962. *Le Fonti Del Risparmio Familiare*. Milano: A. Giuffrè.
- Delmar, F. & Wiklund, J., 2008. The Effect of Small Business Managers' Growth Motivation on Firm Growth: A Longitudinal Study. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(3), 437–457.

- Delmar, F., Davidsson, P. & Gartner, W.B., 2003. Arriving at the high-growth firm. *Journal of Business Venturing*, 18(2), 189–216.
- Demattè, C. & Corbetta, G., 1993. *I processi di transizione delle imprese familiari*, Milano: Mediocredito Lombardo.
- Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V., 1998. Law, finance, and firm growth. *The Journal of finance*, 53(6), 2107–2137.
- Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V., 2002. Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 337–363.
- Demsetz, H. & Lehn, K., 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political economy*, 93(6), 1155–1177.
- Dessi, C. & Floris, M., 2017. *Le imprese familiari: fisionomia di un fenomeno in evoluzione*, Milano: Franco Angeli Edizioni.
- Dessi, C. et al., 2014. How small family-owned businesses may compete with retail superstores. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 21(4), 668–689.
- Devecchi, C. & Fraquelli, G., 2008. *Dinamiche di sviluppo e internazionalizzazione del family business*, Bologna: Il Mulino.
- Devecchi, C., 2007. *Problemi, criticità e prospettive dell'impresa di famiglia*, Milano: Vita e Pensiero.
- Di Mascio, A., 2008. *Crescita e Governance nelle imprese familiari*, Milano: Egea.
- Di Mascio, A., Bracchi, G. & Forestieri, G., 2007. *Family business: strategie private e corporate banking per le imprese familiari*, Milano: Egea.
- Díaz-Díaz, N.L., García-Teruel, P.J. & Martínez-Solano, P., 2016. Debt maturity structure in private firms: Does the family control matter? *Journal of Corporate Finance*, 37(C), 393–411.
- Donaldson, G., 1961. *Corporate debt capacity*, Harvard Press.

Donaldson, L. & Davis, J.H., 1991. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64.

Donaldson, T. & Preston, L.E., 1995. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91.

Donati, P., 2003. *Introduzione alla sociologia relazionale*, Milano: FrancoAngeli.

Donckels, R. & Fröhlich, E., 1991. Are Family Businesses Really Different? European Experiences From STRATOS. *Family Business Review*, 6(2), 149–160.

Donnelley, R. G., 1964. The Family Business. *Harvard business review*, 42(4), 93–105.

Dosi, G., Marsili, O., Orsenigo, L. & Salvatore, R. 1995. Learning, Market Selection and the Evolution of Industrial Structures. *Small Business Economics*, 7(6), 411–436.

Dreux, D. R., 1990. Financing Family Business: Alternatives to Selling Out or Going Public. *Family Business Review*, 3(2), 225–243.

Driffield, N. & Pal, S., 2007. How Does Ownership Structure Affect Capital Structure and Firm Value? Recent Evidence from East Asia. *Economics of Transition*, 15(3), 535–573.

Dyer, W.G., 2006. Examining the “family effect” on firm performance. *Family Business Review*, 19(4), 253–273.

Eddleston, K.A. & Kellermanns, F.W., 2007. Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective. *Journal of Business Venturing*, 22(4), 545–565.

Eddleston, K.A. et al., 2013. Planning for Growth: Life Stage Differences in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(5), 1177–1202.

Eisenhardt, K.M., 1989. Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.

Ellul, A., 2009. Control Motivations and Capital Structure Decisions. 1–48.

- Emery, G. W. 1984. A Pure Financial Explanation for Trade Credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(3), 271–285.
- Ericson, R. & Pakes, A. 1995. Markov-Perfect Industry Dynamics: a Framework for Empirical Work. *The Review of Economic Studies*, 62(1), 53–82.
- Fagiolo, G. & Luzzi, A., 2006. Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from the Italian manufacturing industry. *Industrial and Corporate Change*, 15(1), 1–39.
- Falorni, V., 2017. Azienda e famiglia. In *Le aziende familiari*. Torino, 15–48.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C., 1983. Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C., 1985. Organizational forms and investment decisions. *Journal of Financial Economics*, 14, 101–119.
- Fama, E.F. & Miller, M.H., 1972. *The theory of finance*, New York: Holt Rinehart & Winston.
- Fama, E.F., 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political economy*, 88(2), 288–307.
- Faulkender, M. & Petersen, M. A. 2006. Does the Source of Capital Affect Capital Structure? *Review of Financial Studies*, 19(1), 45–79.
- Favero, C. A., Giglio, S. W., Honorati, M. & Panunzi, F. A., 2006. The Performance of Italian Family Firms (European Corporate Governance Institute, Ed.). *Finance Working Paper*, (127).
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S. & Poterba, J. M. 1988. Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 141–206.
- Feltham, T.S., Feltham, G. & Barnett, J.J., 2005. The dependence of family businesses on a single decision-maker. *Journal of Small Business Management*, 43(1), 1–15.
- Ferrero, G., 1981. *Finanza Aziendale*. Milano: Giuffrè.

- Ferrero, G., 1984. *Il controllo finanziario nelle imprese*, Milano: Giuffrè.
- Ferrero, G., 1987. *Impresa e management*, Milano: Giuffrè.
- Ferretti, P., 2016. *New Perspectives on the Bank-firm Relationship: Lending, Management and the Impact of Basel III*, Cham: Springer.
- Ferris, J. S. 1981. A Transactions Theory of Trade Credit Use. *The Quarterly Journal of Economics*, 96(2), 243–270.
- Fischer, E.O., Heinkel, R. & Zechner, J., 1989. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *The Journal of finance*, 44(1), 19–40.
- Fraquelli, G. 2008. *Introduzione. Family business: una presenza rilevante di non facile definizione e misura*, in Devecchi & Fraquelli (2008)
- Freeman, R.E. & Mcvea, J., 2008. A Stakeholder Approach to Strategic Management. In *The Blackwell Handbook of Strategic Management*. Oxford, UK: Blackwell Publishing Ltd, 183–201.
- Freeman, R.E. & Reed, D.L., 1983. Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 25(3), 88–106.
- Freeman, R.E., 1984. *Strategic management: A stakeholder approach*, Boston: Pitman.
- Freeman, R.E., 1994. The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409–421.
- Freeman, R.E., 2010. Strategic management: A stakeholder approach.
- Frielinghaus, A. Mostert, B. Firer C. 2005. Capital structure and the firm's life stage, *South African Journal of Business Management*, 36(4), 9.
- Gabbi, G. & Matthias, M., 2013. *Relationship Lending: Le informazioni qualitative nel processo del credito*, Milano: EGEA.
- Gallo, M. A. & Sveen, J., 1991. Internationalizing the Family Business: Facilitating and Restraining Factors. *Family Business Review*, 4(2), 181–190.

- Gallo, M.A. & Vilaseca, A., 1996. Finance in Family Business. *Family Business Review*, 9(4), 387–401.
- Gallo, M.A. et al., 2001. *Success as a function of love, trust and freedom in family businesses*, Family Business Chair.
- Gallo, M.A., Tàpies, J. & Cappuyns, K., 2004. Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences. *Family Business Review*, 17(4), 303–318.
- Gallucci, C., Santulli, R. & De Rosa, M., 2017. Finance in Family Business Studies: A Systematic Literature Review. *International Journal of Business Administration*, 8(5), 11–27.
- García-Álvarez, E. & López-Sintas, J., 2001. A Taxonomy of Founders Based on Values: The Root of Family Business Heterogeneity. *Family Business Review*, 14(3), 209–230.
- Garcia-Castro, R. & Aguilera, R.V., 2014. Family involvement in business and financial performance: A set-theoretic cross-national inquiry. *Journal of Family Business Strategy*, 5(1), 85–96.
- Gartner, W.B., 2001. Is There an Elephant in Entrepreneurship? Blind Assumptions in Theory Development. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 1–13.
- Gedajlovic, E. et al., 2012. The Adolescence of Family Firm Research. *Journal of Management*, 38(4), 1010–1037.
- Gersick, K.E. et al., 1997. *Generation to generation: Life cycles of the family business*, Harvard Business Press.
- Giacomelli, S. & Trento, S., 2005. Proprietà, controllo e trasferimenti nelle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003? *Working Papers*, (550).
- Giacosa, E., 2015a. *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Milano: F. Angeli.
- Giacosa, E., 2015b. La crescita e il fabbisogno di risorse finanziarie del sistema azienda. In *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*. Milano: F. Angeli, 43–55.

- Giannessi, E., 1960. Il contenuto del fenomeno aziendale. In *Scritti in onore del Prof. Alberto Ceccherelli*. Firenze: LeMonnier.
- Giannessi, E., 1969. Considerazioni critiche intorno al concetto di azienda. In *Scritti in onore di Giordano Dell'Amore*. Milano: VV. AA., Scritti in onore di Giordano Dell'Amore. Saggi di discipline aziendali e sociali, 461–588.
- Giannessi, E., 1970. *Appunti di economia aziendale*, Pellegrini, Pisa.
- Giannessi, E., 1982. *L'equazione del fabbisogno di finanziamento*, Milano: Giuffrè.
- Gibrat, R., 1931. *Les Inégalités économiques*, Paris: Sirey.
- Gilbert, B.A., McDougall, P.P. & Audretsch, D.B., 2006. New Venture Growth: A Review and Extension. *Journal of Management*, 32(6), 926–950.
- Gill, A., 2013. Financial policy and the value of family businesses in Canada. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 20(3), 310–325.
- Gioia, D.A., 1999. Practicability, Paradigms, and Problems in Stakeholder Theorizing. *Academy of Management Review*, 24(2), 228–232.
- Gomez-Mejia, L. R., Campbell, J. T., Martin, G., Hoskisson, R. E., Makri, M. & Sirmon, D. G. (2014). Socioemotional Wealth as a Mixed Gamble: Revisiting Family Firm R&D Investments with the Behavioral Agency Model. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), 1351–1374.
- Gomez-Mejia, L.R. et al., 2007. Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137.
- Gomez-Mejia, L.R., Welbourne, T.M. & Wiseman, R.M., 2000. The Role of Risk Sharing and Risk Taking under Gainsharing. *Academy of Management Review*, 25(3), 492–507.
- González, M. et al., 2013. Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research*, 66(11), 2308–2320.
- Gottardo, P. & Maria Moisello, A., 2014. The capital structure choices of family firms. *Managerial Finance*, 40(3), 254–275.

- Gottardo, P. & Moisello, A.M., 2016. The Impact of Family Control and Influence on Leverage. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 87, 5–24.
- Gottardo, P. & Moisello, A.M., 2018. Family Control and Capital Structure Choices. In *Capital Structure, Earnings Management, and Risk of Financial Distress. A Comparative Analysis of Family and Non-family Firms*. Cham: Springer International Publishing, 13–40.
- Granovetter, M., 1983. The Strength of Weak Ties: A Network Theory Revisited. *Sociological Theory*, 1, 201–233.
- Gregory, B., Rutherford, M., Osvald, S. Gardiner, L. 2005. An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing, *Journal of Small Business Management*, 43(4), 382.
- Greiner, L., 1997. Evolution and Revolution as Organizations Grow. *Family Business Review*, 10(4), 397–410.
- Gudmundson, D., Hartman, E.A. & Tower, C.B., 1999. Strategic orientation: Differences between family and nonfamily firms. *Family Business Review*, 12(1), 27–39.
- Guiso, L. et al., 2004. Financial market integration and economic growth in the EU. *Economic Policy*, (40), 523–577.
- Haanes, K. & Fjeldstad, Ø., 2000. Linking intangible resources and competition. *European Management Journal*, 18(1), 52–62.
- Habbershon, T.G. & Williams, M.L., 1999. A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms. *Family Business Review*, 12(1), 1–25.
- Habbershon, T.G., Williams, M. & MacMillan, I.C., 2003. A unified systems perspective of family firm performance. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 451–465.
- Handler, W.C., 1989. Methodological Issues and Considerations in Studying Family Businesses. *Family Business Review*, 2(3), 257–276.

- Hannan, M.T. & Freeman, J., 1977. The Population Ecology of Organizations. *American Journal of Sociology*, 82(5), 929–964.
- Haynes, G.W. et al., 1999. The Intermingling of Business and Family Finances in Family-Owned Businesses. *Family Business Review*, 12(3), 225–239.
- Hayward, S. (1992). *Managing the Family Business in the UK: a Stoy Hayward Survey in Conjunction with the London Business School*. London: Stoy Hayward.
- Heck, R.K.Z., 2004. A commentary on “entrepreneurship in family vs. non-family firms: A resource-based analysis of the effect of organizational culture.” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 383–389.
- Heinkel, R. 1982. A Theory of Capital Structure Relevance Under Imperfect Information. *The Journal of finance*, 37(5), 1141–1150.
- Herrera A.M., Minetti R. 2007. Informed Finance and Technological Change: Evidence from Credit Relationship, *Journal of Financial Economics*, 83, 223 ss.
- Holland, P. G. & Oliver, J. E., 1992. An Empirical Examination of the Stages of Development of Family Business. *Journal of Business and Entrepreneurship*, 4(3), 27.
- Hollander, B.S. & Elman, N.S., 2004. Family-owned businesses: An emerging field of inquiry. *Family Business Review*, 1(2), 145–164.
- Honjo Y., Harada N. 2006. SME Policy, Financial Structure and Firm Growth: Evidence from Japan, *Small Business Economics*, 27, 289 ss
- Hoy, F., McDougall, P.P. & Dsouza, D.E., 1992. Strategies and environments of high growth firms. *The state of the art of entrepreneurship*, (1), 341–357.
- Huang, H.-H. & Chan, M.-L., 2013. Long-term stock returns after a substantial increase in the debt ratio. *Applied Financial Economics*, 23(6), 449–460.
- Hutchinson, R.W., 1995. The capital structure and investment decisions of the small owner-managed firm: Some exploratory issues. *Small Business Economics*, 7(3), 231–239.

- Iacoviello, G. & Zarone, V., 2017. Famiglia e dimensione aziendali: vincoli e opportunità. In *Il family business made in Tuscany*. Milano: Franco Angeli Edizioni.
- Iacoviello, G., 2012. Sul concetto di dimensione nell'azienda familiare, in Del Bene, L., Liberatore, G. & Lattanzi, N. 2012. *Aziende Familiari e longevità economica. Fasi, modalità di analisi e strumenti operativi*. Milano: Ipsoa, 1–23.
- International Family Enterprise Research Academy, 2003. Family Businesses Dominate. *Family Business Review*, 16(4), 235–240.
- James, H.S., 1999. Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International journal of the economics of business*, 6(1), 41–55.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, M.C., 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M.C., 1989. Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 5.
- Jensen, M.C., 2002. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function Cambridge University Press, ed. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235–256.
- Kammerlander, N. et al., 2015. The Impact of Shared Stories on Family Firm Innovation. *Family Business Review*, 28(4), 332–354.
- Kaplan, S. N. & Zingales, L. 1997. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215;
- Kaplan, S. N. & Zingales, L. 2000. Investment-Cash Flow Sensitivities Are Not Valid Measures of Financing Constraints. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(2), 707–712

- Kelly, L.M., Athanassiou, N. & Crittenden, W.F., 2000. Founder centrality and strategic behavior in the family-owned firm. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25(2), 27–42.
- Kim, D.-H., Lin, S.-C. & Chen, T.-C., 2016. Financial structure, firm size and industry growth. *International Review of Economics and Finance*, 41(C), 23–39.
- Kim, Y. & Gao, F.Y., 2013. Does family involvement increase business performance? Family-longevity goals' moderating role in Chinese family firms. *Journal of Business Research*, 66(2), 265–274.
- King, M.R. & Santor, E., 2008. Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423–2432.
- Koropp, C. et al., 2014. Financial Decision Making in Family Firms. *Family Business Review*, 27(4), 307–327.
- Koropp, C., Grichnik, D. & Kellermanns, F., 2013. Financial Attitudes in Family Firms: The Moderating Role of Family Commitment. *Journal of Small Business Management*, 51(1), 114–137.
- Kotlar, J. & De Massis, A., 2013. Goal Setting in Family Firms: Goal Diversity, Social Interactions, and Collective Commitment to Family-Centered Goals. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6), 1263–1288.
- Kraaijenbrink, J., Spender, J.C. & Groen, A.J., 2009. The Resource-Based View: A Review and Assessment of Its Critiques. *Journal of Management*, 36(1), 349–372.
- La Rocca, M. La Rocca, T. Cariola A., 2011. Capital structure decisions during a firms's life cycle, *Small Business Economics*, 37 (1), 107.
- Lang L., Ofek E., Stulz R.M. 1996. Leverage, Investment and Firm Growth, *Journal of Financial Economics*, 40, 3 ss.
- Lansberg, I. S., 1983. Managing Human Resources in Family Firms: the Problem of Institutional Overlap. *Organizational dynamics*, 12(1), 39–46.
- Lansberg, I., Perrow, E.L. & Rogolsky, S., 1988. Editors' Notes. *Family Business Review*, 1(1), 1–8.

- Lansberg, I.S., 1983. Managing human resources in family firms: The problem of institutional overlap. *Organizational dynamics*, 12(1), 39–46.
- Lazzini, A. 2012, *Il ruolo della famiglia nell'azienda familiare: dinamiche di crescita, sviluppo e successione aziendale*, in Del Bene, L., Liberatore, G. & Lattanzi, N. 2012. *Aziende Familiari e longevità economica. Fasi, modalità di analisi e strumenti operativi*. Milano: Ipsoa, 189-212.
- Lazzini, A. 2012. *Il Governo Dell'azienda Familiare. Criticità, Modelli E Prospettive*. Torino: G. Giappichelli Editore.
- Le Breton-Miller, I. & Miller, D., 2008. To grow or to harvest? Governance, strategy and performance in family and lone founder firms. *Journal of Strategy and Management*, 1(1), 41–56.
- Le Breton-Miller, I., Miller, D. & Lester, R.H., 2011. Stewardship or Agency? A Social Embeddedness Reconciliation of Conduct and Performance in Public Family Businesses. *Organization Science*, 22(3), 704–721.
- Lee, P.M. & O'Neill, H.M., 2003. Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives. *The Academy of Management Journal*, 46(2), 212–225.
- Lehmann, E. & Neuberger, D., 2001. Do lending relationships matter? Evidence from bank survey data in Germany. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 45, 339–359.
- Litz, R.A., 1995. The Family Business: Toward Definitional Clarity. *Family Business Review*, 8(2), 71–81.
- Lockett, A., Thompson, S. & Morgenstern, U., 2009. The development of the resource-based view of the firm: A critical appraisal. *International Journal of Management Reviews*, 11(1), 9–28.
- Lopez-Gracia, J. & Sanchez-Andujar, S., 2007. Financial Structure of the Family Business: Evidence From a Group of Small Spanish Firms. *Family Business Review*, 20(4), 269–287.

- Lucas, R.E., 1978. On the Size Distribution of Business Firms. *The Bell Journal of Economics*, 9(2), 508–523.
- Luttmer, E. G. J. 2007. Selection, Growth, and the Size Distribution of Firms. *Quarterly Journal of Economics*, 122(3), 1103–1144.
- Lyman, A. R., 1991. Customer Service: Does Family Ownership Make a Difference? *Family Business Review*, 4(3), 303–324.
- Machauer, A. Weber, M., 2000. Number of Bank Relationships: An Indicator of Competition, Borrower Quality, or Just Size?, Center for Financial Studies, Working Paper Series, 6
- Macpherson, A. & Holt, R., 2007. Knowledge, learning and small firm growth: A systematic review of the evidence. *Research Policy*, 36(2), 172–192.
- Madison, K. et al., 2016. Viewing Family Firm Behavior and Governance Through the Lens of Agency and Stewardship Theories. *Family Business Review*, 29(1), 65–93.
- Maherault, L., 2004. Is there Any Specific Equity Route for Small and Medium-Sized Family Businesses? The French Experience. *Family Business Review*, 17(3), 221–235.
- Mandl, I., 2009. *Overview of family-business-relevant issues*, Vienna.
- Mansfield, E., 1962. Entry, Gibrat's Law, Innovation, and the Growth of Firms. *The American Economic Review*, 52(5), 1023–1051.
- Marchini, I., 1995. Il governo della piccola impresa.
- Marcoux, A., 2000. Business ethics gone wrong.
- Margaritis, D. & Psillaki, M., 2010. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621–632.
- Marris, R., 1963. A Model of the “Managerial” Enterprise. *The Quarterly Journal of Economics*, 77(2), 185–209.
- Marris, R.L., 1966. *The Economic Theory of “managerial” Capitalism*, Macmillan.
- Masini, C., 1978. *Lavoro e risparmio*, Torino, UTET.

- Matthews, C.H. et al., 1994. Capital Structure Decision Making in Privately Held Firms: Beyond the Finance Paradigm. *Family Business Review*, 4, 349–367.
- Mazzi, C. (2011). Family Business and Financial Performance: Current State of Knowledge and Future Research Challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2(3), 165–180.
- Mazzola, P., 2002. *Produttività E Crescita Delle Imprese: Creare Valore Nel Lungo Periodo*. Milano: EGEA.
- Mazzoni, C., 1999. Il contributo della teoria sistemica agli studi sull'impresa. Spunti dal dibattito metodologico sulle scienze sociali. In *Sistemi ed evoluzione nel management*. Milano.
- McConaughy, D.L., Matthews, C.H. & Fialko, A.S., 2001. Founding family controlled firms: Performance, risk, and value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31–49.
- McKelvie, A. & Wiklund, J., 2010. Advancing Firm Growth Research: A Focus on Growth Mode Instead of Growth Rate. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(2), 261–288.
- Melin, L. & Nordqvist, M., 2016. The reflexive dynamics of institutionalization: the case of the family business. *Strategic Organization*, 5(3), 321–333.
- Metcalf, J. S. 1998. *Evolutionary Economics and Creative Destruction*. Psychology Press.
- Michalisin, M.D., Smith, R.D. & Kline, D.M., 1997. In Search of Strategic Assets. *The International Journal of Organizational Analysis*, 5(4), 360–387.
- Miglietta, N., 2004. *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, Torino: Giappichelli.
- Miglietta, N., 2009. *Family Business. Strategie di governo delle imprese familiari*, Padova: Cedam.
- Miller, D. & Le Breton-Miller, I., 2003. Challenge versus Advantage in Family Business. *Strategic Organization*, 1(1), 127–134.

- Miller, D. & Le Breton-Miller, I., 2005. Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses.
- Miller, D. & Le Breton-Miller, I., 2006. Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73–87.
- Miller, D. & Le Breton-Miller, I., 2014. Deconstructing Socioemotional Wealth. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38(4), 713–720.
- Miller, D. et al., 2007. Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829–858.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. & Lester, R.H., 2010. Family ownership and acquisition behavior in publicly-traded companies. *Strategic Management Journal*, 31(2), 201–223.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. & Scholnick, B., 2008a. Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses B. Publishing, ed. *Journal of Management Studies*, 45(1).
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. & Scholnick, B., 2008b. Stewardship vs. Stagnation: An Empirical Comparison of Small Family and Non-Family Businesses*. *Journal of Management Studies*, 45(1), 51–78.
- Miller, E. J. & Rice, A. K. 1967. *Systems of Organisation: the Control of Task and Sentiment Boundaries*. Tavistock Publ.;
- Miller, M.H., 1977. Debt and Taxes. *The Journal of finance*, 32(2), 261–275.
- Mintzberg, H. & Waters, J.A., 1990. Tracking Strategy in an Entrepreneurial Firm. *Family Business Review*, 3(3), 285–315.
- Modigliani, F. & Miller, M.H., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 18(3), 261–297.
- Modigliani, F. & Miller, M.H., 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Molinari, M. 2013. Joint Analysis of the Non-Linear Debt–Growth Nexus and Cash-Flow Sensitivity: New Evidence From Italy. *Structural Change and Economic Dynamics*, 24, 34–44

- Molinari, M., 2013. Joint analysis of the non-linear debt–growth nexus and cash-flow sensitivity: New evidence from Italy. *Structural Change and Economic Dynamics*, 24, 34–44.
- Molinari, M., Giannangeli, S. & Fagiolo, G., 2016. Financial Structure and Corporate Growth: Evidence from Italian Panel Data. *Review of Banking, Finance and Monetary Economics*, 45(3), 303–325.
- Molly, V., Laveren, E. & Deloof, M., 2010. Family Business Succession and Its Impact on Financial Structure and Performance. *Family Business Review*, 23(2), 131–147.
- Montemerlo, D., 2005. La proprietà familiare: motore per la crescita o impianto frenante? In *Capaci di crescere*. Milano: Egea.
- Motylska-Kuzma, A., 2017. The financial decisions of family businesses. *Journal of Family Business Management*, 7(3), 351–373.
- Murphy, G.B., Trailer, J.W. & Hill, R.C., 1996. Measuring performance in entrepreneurship research. *Journal of Business Research*, 36(1), 15–23.
- Musso, P. & Schiavo, S. 2008. The Impact of Financial Constraints on Firm Survival and Growth. *Journal of Evolutionary Economics*, 18(2), 135–149
- Mussolino, D., 2008. *L'impresa familiare: caratteri evolutivi e tendenze di ricerca*, Padova: CEDAM.
- Mustakallio, M., Autio, E. & Zahra, S.A., 2002. Relational and Contractual Governance in Family Firms: Effects on Strategic Decision Making. *Family Business Review*, 15(3), 205–222.
- Myers, S.C. & Majluf, N.S., 1984. Corporate Financing and Investments Decisions When Firms Have Informations Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Myers, S.C., 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147–175.
- Myers, S.C., 1983. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of finance*, 39(3), 575–592.

- Myers, S.C., 2001. Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
- Nahapiet, J. & Ghoshal, S., 1997. Social capital, intellectual capital and the creation of value in firms., 1997(1), 35–39.
- Neckebrouck, J., Schulze, W. & Zellweger, T.M., 2018. Are Family Firms Good Employers? *The Academy of Management Journal*, 61(2), 553–585.
- Nelson, R. R. 2009. *An Evolutionary Theory of Economic Change*. harvard university press.
- O'Regan, N. et al., 2010. Strategic thinking in family businesses. *Strategic Change*, 19(1-2), 57–76.
- Onida, P., 1951. *Discipline economiche-aziendali: oggetto e metodo*, Giuffrè, Milano.
- Onida, P., 1954. *L'azienda*, Milano: Giuffrè.
- Onida, P., 1960. *Economia d'azienda*, Torino: UTET.
- Onida, P., 1974. Natura e limiti della politica di bilancio. *Rivista dei dottori commercialisti*, 25(6), 895–937.
- Pál, R. & Ferrando, A. 2006. Financing Constraints and Firms' Cash Policy in the Euro Area. *ECB Working Paper*, 642, 1–55.
- Passeri, R. & Mazzi, C., 2012. Impresa familiare e benessere: dalla creazione di ricchezza alla creazione di valore. *Sinergie rivista di studi e ricerche*, (87).
- Pastoriza, D. & Arino, M.A., 2008. When agents become stewards: Introducing learning in the stewardship theory. In IESE Conference on Humanizing the Firm Management Profession. Barcelona, 1–16.
- Pavarani, E. (2006). Crescita Dell'impresa E Fabbisogno Finanziario: L'analisi Dello Sviluppo Sostenibile, in: *Pianificazione finanziaria*. McGraw-Hill.
- Payne, G.T., 2018. Reflections on Family Business Research: Considering Domains and Theory. *Family Business Review*, 31(2), 167–175.

- Pearson, A.W., Carr, J.C. & Shaw, J.C., 2008. Toward a Theory of Familiness: A Social Capital Perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 949–969.
- Penrose, E.T., 1955. Limits to the Growth and Size of Firms. *The American Economic Review*, 45(2), 531–543.
- Penrose, E.T., 1959. *The theory of the growth of the firm*, New York: Sharpe.
- Penrose, E.T., 2009. *The Theory of the Growth of the Firm* 4 ed., Oxford University Press.
- Petersen, M. A. & Rajan, R. G. 1997. Trade Credit: Theories and Evidence. *The Review of Financial Studies*, 10(3), 661–691.
- Phillips, R., Freeman, R.E. & Wicks, A.C., 2003. What Stakeholder Theory Is Not. *Business Ethics Quarterly*, 13(4), 479–502.
- Pierce, J.L., Kostova, T. & Dirks, K.T., 2001. Toward a theory of psychological ownership in organizations. *Academy of Management Review*, 26(2), 298–310.
- Pindado, J., Requejo, I. & la Torre, de, C., 2015. Does Family Control Shape Corporate Capital Structure? An Empirical Analysis of Eurozone Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(7-8), 965–1006.
- Porta, R. et al., 1997. Legal Determinants of External Finance. *The Journal of finance*, 52(3), 1131–1150.
- Pouryousefi, S. & Frooman, J., 2017. The problem of unilateralism in agency theory: towards a bilateral formulation. *Business Ethics Quarterly*, 27(2), 163–182.
- Poutziouris, P.Z., 2001. The Views of Family Companies on Venture Capital: Empirical Evidence from the UK Small to Medium-Size Enterprising Economy. *Family Business Review*, 14(3), 277–291.
- Prahalad, C.K. & Hamel, G., 1994. Strategy as a Field of Study: Why Search for a New Paradigm? *Strategic Management Journal*, 15, 5–16.
- Pratt, J. H. & Davis, J. A., 1985. *Measurement and Evaluation of the Populations of Family-Owned and Home-Based Businesses*. Washington, DC: Government Printed Office.

- Priem, R., 2001. Is the resource-based “view” a useful perspective for strategic management research? *Academy of Management Review*, 26(1), 22–40.
- Putnam, R.D., 2000. Bowling alone: America’s declining social capital. 223–234.
- Radice, H., 1971. *Control Type, Profitability and Growth in Large Firms*, *Economic Journal* 81 (Sept.), 547-562
- Rajan, R.G. & Zingales, L., 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of finance*, 50(5), 1421–1460.
- Rajan, R.G. & Zingales, L., 1998. Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 559–586.
- Reilly, T.M. & Jones, R., 2017. Mixed methodology in family business research_ Past accomplishments and perspectives for the future. *Journal of Family Business Strategy*, 8(3), 185–195.
- Romano, C.A., Tanewski, G.A. & Smyrnios, K.X., 2001. Capital structure decision making: A model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 285–310.
- Rosenblatt, P. C. (1985). *The Family in Business*. Jossey-Bass.
- Ross, S. A. 1977. The Determination of Financial Structure. the Incentive Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Ross, S.A. et al., 2016. *Fundamentals of Corporate Finance* 7 ed., McGraw-Hill Education.
- Rullani, E., 2004. Media impresa, ovvero economia della filiera: una linea di analisi post-strutturalistica per il sistema produttivo italiano. In *Indagine sulle medie imprese industriali italiane*, 57–62.
- San Martín Reyna, J.M. & Durán Encalada, J.A., 2016. Sucesión y su relación con endeudamiento y desempeño en empresas familiares. *Contaduría y Administración*, 61(1), 41–57.
- Schiantarelli, F. & Sembenelli, A., 1997. The maturity structure of debt: Determinants and effects on firms’ performance? Evidence from the United Kingdom and Italy. *The World Bank Policy Research Working Paper*, 1699, 1–44.

Schillaci, C. E. (1990). *I Processi Di Transizione Del Potere Imprenditoriale Nelle Imprese Familiari*. Torino: G. Giappichelli.

Schillaci, C.E., 2008. Famiglia, impresa e paradosso coevolutivo. Una diversa prospettiva d'indagine sul family business. In *Dinamiche di sviluppo e internazionalizzazione del family business*. Bologna: Il Mulino, 105–130.

Schlippe, von, A. & Frank, H., 2013. The Theory of Social Systems as a Framework for Understanding Family Businesses. *Family Relations*, 62(3), 384–398.

Schulze, W. et al., 2001. Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science*, 12(2), 99–116.

Schulze, W., Lubatkin, M.H. & Dino, R.N., 2003. Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473–490.

Sciascia, S. & Mazzola, P., 2008. Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance. *Family Business Review*, 21(4), 331–345.

Semenov, R., 2006. Financial systems, financing constraints and investment: empirical analysis of OECD countries. *Applied Economics*, 38(17), 1963–1974.

Setia-Atmaja, L., Tanewski, G.A. & Skully, M., 2009. The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7-8), 863–898.

Shapiro, A. C., 1985. Corporate Strategy and the Capital Budgeting Decision. *Midland Corporate Finance Journal*, 3(1), 22–36.

Sharma, P., 2004. An Overview of the Field of Family Business Studies: Current Status and Directions for the Future. *Family Business Review*, 17(1), 1–36.

Sharma, P., Chrisman, J. J. & Chua, J. H., 1997. Strategic Management of the Family Business: Past Research and Future Challenges. *Family Business Review*, 10(1), 1–35.

Sharma, P., Chrisman, J.J. & Gersick, K.E., 2012. 25 Years of Family Business Review. *Family Business Review*, 25(1), 5–15.

Sharma, P., Stakeholder theory “off the veranda” in the context of family firms. In Academy of Management Meeting. Toronto.

Shepherd, D. & Wiklund, J., 2009. Are We Comparing Apples With Apples or Apples With Oranges? Appropriateness of Knowledge Accumulation Across Growth Studies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), 105–123.

Shleifer, A. & Vishny, R.W., 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of finance*, 52(2), 737–783.

Siebels, J.-F. & zu Knyphausen-Aufseß, D., 2011. A Review of Theory in Family Business Research: The Implications for Corporate Governance. *International Journal of Management Reviews*, 14(3), 280–304.

Silverberg, G., Dosi, G. & Orsenigo, L. 1988. Innovation, Diversity and Diffusion: a Self-Organisation Model. *The Economic Journal*, 98(393), 1032–1054.

Simon, H.A., 1955. A behavioral model of rational choice. *Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99–118.

Sirmon, D.G. & Hitt, M.A., 2003. Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339–358.

Smyrnios, K.X., Tanewski, G. & Romano, C., 1998. An exploratory investigation into the financing determinants of family businesses. In Family Business Network Annual Conference. Paris, 24–26.

Sorci, C. 2007. Lo sviluppo integrale delle aziende. Giuffrè, Milano.

Sraer, D. & Thesmar, D., 2007. Performance and Behavior of Family Firms: Evidence From the French Stock Market. *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 709–751.

Stein, J.C., 1988. Takeover threats and managerial myopia. *Journal of Political economy*, 96(1), 61–80.

Stenholm, P., Pukkinen, T. & Heinonen, J., 2015. Firm Growth in Family Businesses-The Role of Entrepreneurial Orientation and the Entrepreneurial Activity. *Journal of Small Business Management*, 54(2), 697–713.

- Stern, M. H., 1986. *Inside the Family-Held Business*. New York. Harcourt.
- Storey, D.J., 2016. *Understanding the small business sector*, London: Routledge.
- Stulz, R., 2001. Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective. In *Financial Structure and Economic Growth*. Cambridge: MIT Press Cambridge, 143–188.
- Suárez, K.C., De Saá Pérez, P. & Almeida, D.G., 2001. The Succession Process from a Resource- and Knowledge-Based View of the Family Firm. *Family Business Review*, 14(1), 37–48.
- Swartz, S., 1989. The Challenges of Multidisciplinary Consulting to Family-Owned Businesses. *Family Business Review*, 2(4), 329–331.
- Tagiuri, R. & Davis, J.A., 1992. On the goals of successful family companies. *Family Business Review*, 5(1), 43–62.
- Tagiuri, R. & Davis, J.A., 1996. Bivalent attributes of the family firm. *Family Business Review*, 9(2), 199–208.
- Titman, S., 1984. The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 137–151.
- Tsoutsoura, M., 2015. The Effect of Succession Taxes on Family Firm Investment: Evidence from a Natural Experiment. *The Journal of finance*, 70(2), 649–688.
- Van Auken, H.E. & Carter, R.B., 1989. Acquisition of capital by small business. *Journal of Small Business Management*, 27(2), p.1.
- Van Der Wijst, D., 2012. *Financial structure in small business: Theory, tests and applications*, Berlin, Heidelberg: Springer Science & Business Media.
- Vandemaele, S. & Vancauteran, M., 2015. Nonfinancial Goals, Governance, and Dividend Payout in Private Family Firms. *Journal of Small Business Management*, 53(1), 166–182.
- Villalonga, B. & Amit, R., 2006. How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.

- Villalonga, B., 2004. Intangible resources, Tobin's q, and sustainability of performance differences. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 54(2), 205–230.
- Voordeckers, W., Le Breton-Miller, I. & Miller, D., 2014. In Search of the Best of Both Worlds. *Family Business Review*, 27(4), 281–286.
- Ward, J.L., 1988. The Special Role of Strategic Planning for Family Businesses. *Family Business Review*, 1(2), 105–118.
- Ward, J.L., 1997. Growing the Family Business: Special Challenges and Best Practices. *Family Business Review*, 10(4), 323–338.
- Warner, J.N., 1977, Bankruptcy Costs: Some Evidence, *Journal of Finance*, 32, 337–347.
- Wasserman, N., 2003. Founder-CEO succession and the paradox of entrepreneurial success. *Organization Science*, 14(2), 149–172.
- Weinzimmer, L.G., Nystrom, P.C. & Freeman, S.J., 1998. Measuring Organizational Growth: Issues, Consequences and Guidelines. *Journal of Management*, 24(2), 235–262.
- Welsch, J. H., 1993. The Impact of Family Ownership and Involvement on the Process of Management Succession. *Family Business Review*, 6(1), 31–54.
- Whiteside, M.F. & Brown, F.H., 1991. Drawbacks of a Dual Systems Approach to Family Firms: Can We Expand Our Thinking? *Family Business Review*, 4(4), 383–395.
- Williamson, O.E., 1988. Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of finance*, 43(3), 567–591.
- Wilson, S.R. et al., 2014. Method trends and method needs: Examining methods needed for accelerating the field. *Journal of Family Business Strategy*, 5(1), 4–14.
- Wiseman, R.M. & Gomez-Mejia, L.R., 1998. A behavioral agency model of managerial risk taking. *Academy of Management Review*, 23(1), 133–153.

- Wu, C., Hsieh, C.-H. & Lin, F., 2012. Corporate Social Performance, Cost of Capital and the Ownership in Taiwanese Advantage Technology Industry. *Corporate Ownership Control*, 9(3), 195–203.
- Wu, Z., Chua, J.H. & Chrisman, J.J., 2007. Effects of family ownership and management on small business equity financing. *Journal of Business Venturing*, 22(6), 875–895.
- Yilmazer, T. & Schrank, H., 2006. Financial intermingling in small family businesses. *Journal of Business Venturing*, 21(5), 726–751.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D. & Jiang, Y. 2008. Corporate Governance in Emerging Economies: a Review of the Principal-Principal Perspective: Review Paper. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–220.
- Yu, A. et al., 2012. The Landscape of Family Business Outcomes. *Family Business Review*, 25(1), 33–57.
- Zahra, S.A. & Sharma, P., 2004. Family Business Research: A Strategic Reflection. *Family Business Review*, 17(4), 331–346.
- Zahra, S.A. et al., 2008. Culture of Family Commitment and Strategic Flexibility: The Moderating Effect of Stewardship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6), 1035–1054.
- Zappa, G. 1927. *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, in *Discorso inaugurale dell'anno accademico 1926-27 tenuto nel R. Istituto Superiore di Scienze Economiche e Commerciali di Venezia*, Milano, Istituto Editoriale Scientifico, 1927
- Zappa, G., 1956. *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Milano: Giuffrè.
- Zellweger, T.M. & Astrachan, J.H., 2008. On the Emotional Value of Owning a Firm. *Family Business Review*, 21(3), 347–363.
- Zellweger, T.M. & Nason, R.S., 2008. A Stakeholder Perspective on Family Firm Performance. *Family Business Review*, 21(3), 203–216.
- Zellweger, T.M., 2006. Total Value: Determining the True Value of Privately Held Firms. In Academy of Management Conference.

- Zellweger, T.M., 2007. Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms. *Family Business Review*, 20(1), 1–15.
- Zellweger, T.M., Eddleston, K.A. & Kellermanns, F.W., 2010. Exploring the concept of familiness: Introducing family firm identity. *Journal of Family Business Strategy*, 1(1), 54–63.
- Zellweger, T.M., Frey, U. & Halter, F.A., 2005. A behavioral perspective to financing decisions in family and nonfamily firms. *University of St. Gallen, Center for Family Business, Dufourstrasse 40a, 9000 St. Gallen, Switzerland*.
- Zellweger, T.M., Kellermanns, F.W., et al., 2012. Family Control and Family Firm Valuation by Family CE The Importance of Intentions for Transgenerational Control. *Organization Science*, 23(3), 851–868.
- Zellweger, T.M., Nason, R.S. & Nordqvist, M., 2012. From Longevity of Firms to Transgenerational Entrepreneurship of Families. *Family Business Review*, 25(2), 136–155.
- Zocchi, W. 2012. *Profili Economici-Aziendali Del «Family Business»*. Torino: G Giappichelli Editore.