

LUISS



Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Scelte di finanziamento delle aziende familiari e caratteristiche del founder

Prof. Gianluca Mattarocci

Edoardo Maria Massarelli Matr. 244091

RELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

| | |
|---|-----------|
| 1. Introduzione | 2 |
| 2. Le PMI a gestione familiare e il loro fabbisogno finanziario | 6 |
| 2.1. Introduzione..... | 6 |
| 2.2. Definizione di PMI familiari..... | 6 |
| 2.3. Ruolo delle PMI familiari nel sistema economico italiano..... | 9 |
| 2.4. Il fabbisogno finanziario di una PMI..... | 11 |
| 2.5. Relazione tra fabbisogno finanziario e dimensioni aziendali..... | 14 |
| 2.6. Conclusioni..... | 16 |
| 3. Le caratteristiche dei founder e la performance delle PMI | 18 |
| 3.1. Introduzione..... | 18 |
| 3.2. Caratteristiche socio-economiche..... | 18 |
| 3.3. Esperienza..... | 22 |
| 3.4. Conclusioni..... | 23 |
| 4. Impatto del founder sulle forme di finanziamento: un'analisi empirica | 25 |
| 4.1. Introduzione..... | 25 |
| 4.2. Campione..... | 25 |
| 4.3. Metodologia..... | 31 |
| 4.4. Risultati..... | 34 |
| 4.5. Conclusioni..... | 37 |
| 5. Conclusioni | 38 |
| Bibliografia | 40 |

1. Introduzione

Questo studio ha come riferimento l'articolo di Gaio, Goncalves e Venancio (2022) e si propone di valutare l'influenza che le caratteristiche sociodemografiche dei fondatori hanno sulla detenzione di liquidità nelle piccole e medie imprese italiane analizzando un campione ottenuto, secondo i criteri descritti in seguito, dal database AIDA.

La liquidità riveste un ruolo importante in ogni impresa, in quanto fornisce possibilità di crescita e maggiore reattività alle opportunità di mercato e non ultimo ha una funzione precauzionale rispetto a repentini mutamenti del quadro economico generale e delle condizioni di credito. La stessa liquidità però presenta dei lati negativi come la possibilità di intraprendere con facilità attività non sempre ottimali per la disponibilità immediata delle risorse e la scarsa propensione ad accedere a fonti di finanziamento esterne, limitando così lo sviluppo dell'impresa.

Questa analisi concentrata su piccole e medie imprese le valuta sulla base della teoria Upper Echelons Theory (UET), sviluppata da Hambrick e Mason nel 1984, che sostiene come le scelte non sempre razionali e le idee del fondatore abbiano un peso determinante sugli indirizzi manageriali e finanziari delle aziende. L'origine e l'influenza di queste scelte viene valutata in questa analisi determinando una serie di fattori personali sociodemografici del fondatore ed osservando la loro interazione con elementi prettamente finanziari delle imprese.

Partendo dalla teoria UET quindi verranno valutati come elementi personali del fondatore quali età, istruzione ed esperienza influenzino il livello di liquidità detenuta, fenomeno che in una PMI familiare dovrebbe essere ancora più

evidente data l'impronta che il fondatore darà all'azienda nei primi anni di vita dal punto di vista manageriale e finanziario. Sarà quindi utilizzata un'analisi di regressione degli elementi per determinare ad esempio se esiste una relazione positiva tra l'età del fondatore e l'entità della liquidità, se il grado di istruzione possa limitare l'eccesso di liquidità, così come l'esperienza personale del fondatore.

Essendo nella maggior parte dei casi i manager gli unici decisori dell'impostazione aziendale, questa rifletterà tendenzialmente le idee, le convinzioni e spesso i limiti degli stessi, influenzando magari il futuro ed il successo dell'azienda.

Lo studio mettendo in relazione variabili personali con quelle finanziarie tenta di determinare l'influenza di queste sulla variabile dipendente costituita dall'eccesso di liquidità.

Il primo capitolo, ed in particolar modo il primo paragrafo cerca di delineare il concetto aleatorio di PMI famigliari, modello d'impresa ampiamente utilizzata dagli imprenditori, ma scarsamente studiata dalla letteratura. Nel secondo paragrafo è stata effettuata un'analisi dell'impatto che le PMI hanno nel mercato italiano, analizzando sia la suddivisione che quest'ultime hanno all'interno del territorio italiano, sia della crescita sostenuta fino al 2020, quando l'inizio della pandemia Covid-19 ha rallentato questa crescita, ma consolidando ancora di più l'idea delle PMI alla guida della futura espansione economica.

Il terzo paragrafo definisce il fabbisogno finanziario delle piccole e medie imprese, prima identificandone il ruolo svolto all'interno dell'azienda, e poi analizzando i metodi cui dispongono i manager per coprire il fabbisogno, quindi tramite finanziamenti di breve e di lungo termine. Il quarto ed ultimo paragrafo del primo capitolo analizza la correlazione

esistente tra la dimensione aziendale e il fabbisogno finanziario, evidenziando quanto le scelte finanziarie di un manager dipendano dalla dimensione e dalla capacità di un'azienda di far fronte ai propri debiti, portando quindi le PMI a preferire l'autofinanziamento.

Il secondo capitolo è incentrato sull'analisi delle caratteristiche del founder, che determineranno la gestione della liquidità aziendale. Il primo paragrafo commenta le caratteristiche socio-economiche del manager, quali età, sesso, istruzione, luogo di nascita; definendo una ad una l'impatto che la letteratura attribuisce in merito alla gestione finanziaria del manager.

Il secondo paragrafo concentra l'attenzione sull'esperienza personale, definendo quanto quest'ultima condiziona l'esposizione al rischio di un'impresa, svolgendo un'analisi anche sull'impatto dell'esperienza di founder americani e cinesi.

Il terzo ed ultimo capitolo svolge l'analisi dell'impatto che le caratteristiche socio-economiche e l'esperienza hanno sull'eccesso di cash flow, attraverso il metodo della regressione lineare. Vengono inoltre messe in relazione rispetto alla liquidità anche la dimensione aziendale, i debiti a breve e a lungo termine. Il primo paragrafo definisce il campione statistico di 28 aziende, con i rispettivi manager che saranno oggetto di analisi, vengono delineati i criteri di selezione che hanno portato alla scelta delle imprese attraverso l'utilizzo del database Aida.

Nel secondo paragrafo viene definita la metodologia con cui ogni variabile indipendente sarà analizzata e messa in relazione con la variabile dipendente. Viene costruita la regressione lineare determinando la variabile dipendente, nello specifico l'eccesso di liquidità, in funzione delle variabili indipendenti costituite dai valori delle caratteristiche socio-demografiche del manager e dai valori finanziari delle aziende correlate.

Infine nell'ultimo paragrafo vengono commentati i risultati in funzione dei valori ottenuti dallo sviluppo della regressione lineare, rafforzati dall'analisi di correlazione tra le variabili, arrivando così a definire l'influenza delle variabili indipendenti all'interno del modello.

2. Le PMI a gestione familiare e il loro fabbisogno finanziario

2.1 Introduzione

Le PMI familiari, sono uno dei modelli di business più utilizzato dagli imprenditori al giorno d'oggi, ma nonostante il largo utilizzo è attualmente difficile fornire una definizione univoca di questa tipologia d'impresa. Gli studi effettuati sono concentrati negli ultimi decenni, dato che prima il modello delle PMI familiari era considerato arretrato con l'evolversi dell'economia moderna. Si ricorre quindi alla combinazione di diverse ipotesi e studi per determinare una parziale e provvisoria definizione.

È quindi fondamentale partire da una definizione quanto più puntuale ed esaustiva possibile al fine di circoscrivere l'ambito di analisi, descrivendo il ruolo, la diffusione e l'impatto economico delle PMI sul mercato italiano, che, come dimostrano le statistiche, rivestono un ruolo centrale nell'economia del nostro paese, risultando essenziali in una prospettiva di crescita dell'economia nazionale.

Segue una descrizione del fabbisogno finanziario delle PMI necessaria a definirne il concetto e la genesi all'interno delle aziende al fine di valutarne le possibili modalità di copertura tenendo conto delle peculiarità delle PMI.

L'analisi prosegue con una valutazione della relazione tra fabbisogno finanziario e dimensioni aziendali, portando alla luce una prima evidenza di come al crescere delle dimensioni aziendali le PMI possano accedere con più facilità a modalità di finanziamento più differenziate e complesse.

2.2. Definizione di PMI familiari.

Le imprese familiari sono un modello di business largamente utilizzato in tutto il mondo, rappresentano infatti il 50% delle aziende in Canada, l'80%

negli USA, il 90% in Turchia, il 79% in Germania, venendo poi all'Italia, esse rappresentano circa l'80% delle imprese presenti sul territorio nazionale¹.

Dare una definizione di PMI familiare però, non è facile, due sono le ragioni dietro a questa difficoltà: la prima è che nonostante l'impresa familiare sia uno dei modelli di business più diffusi, ed il forte impatto che quest'ultime hanno sull'economia mondiale, è stato oggetto di studi approfonditi solo negli ultimi decenni, la seconda è che nonostante gli studi condotti non si è ancora giunti ad una definizione univoca. Entrando più nel dettaglio per quanto riguarda le due motivazioni sopracitate, le imprese familiari sarebbero state oggetto di pochi studi in quanto considerate un modello arretrato con l'affermarsi del capitalismo moderno. Secondo diversi studiosi, infatti, le aziende familiari soffrono inevitabilmente di alcuni limiti, che sono la causa della scarsa attenzione rivolta a questa tipologia di business. In particolare, i problemi delle aziende famigliari secondo alcuni studiosi (Shanker, Astrachan, 1996) sono:

- I litigi tra i familiari;
- Il deficit di risorse finanziarie e il conseguente problema di pianificazione nel medio-lungo termine;
- Il deficit di competenze del management e una visione di chiusura nell'accettare i membri non familiari nella gestione dell'impresa;
- Le piccole dimensioni;
- L'utilizzo di modelli e pratiche non standardizzare;
- La decisione di non quotarsi;

Questa ipotesi di arretratezza delle PMI familiari è stata oscurata dalle evidenze empiriche riguardanti la diffusione, le performance economiche e competitive dell'impresa. Infatti, attualmente è assodato il forte impatto che

¹ G. Corbetta, L'impresa familiare: profili aziendalistici, XXVI Convegno di studio su L'impresa familiare: modelli e prospettive, Courmayeur, 30 settembre-1 ottobre 2011.

queste imprese hanno sulle economie nazionali ed internazionali, motivando così gli studi, l'interesse e le teorie degli ultimi decenni.

La seconda difficoltà riscontrata dagli studiosi risiede nell'incapacità di dare una definizione univoca al concetto di PMI familiare, in quanto le opinioni sono contrastanti. Ogni impresa infatti è unica, e si differenzia per età, dimensione, sviluppo, grado di controllo e sistemi di governance. Tuttavia, nella definizione che si dà delle PMI familiari svolge un ruolo determinante il coinvolgimento della famiglia nella proprietà dell'azienda; anche su questo punto vi sono però diverse opinioni:

Non è fondamentale la gestione familiare dei sistemi di controllo aziendali, tuttavia, risulta fondamentale il trasferimento intergenerazionale della proprietà e della sua gestione. Verrebbero quindi escluse, secondo la sua definizione, tutte le famiglie la cui attività, è alla prima generazione, in quanto prive di certezza che la prima generazione tramandi l'impresa alla seconda.

Secondo Corbetta (2005) per azienda familiare si intende uno o più gruppi di familiari che partecipano agli organi decisionali, che apportino il capitale di rischio e di credito, che conciliano valori aziendali con valori familiari, con problemi di governance e successori.

Secondo Corbetta (2011), riprendendo le dichiarazioni del Family Business Group (organo creato dall'unione europea), e condividendone alcune:

- È sufficiente che la famiglia detenga la maggioranza azionaria, se non quotata, e il 25% se quotata, inoltre l'azienda può essere di qualsiasi dimensione e non per forza piccola.
- I fondatori possono essere anche due o più persone non appartenenti alla stessa famiglia, e l'impresa rimane di stampo familiare se chi l'acquista è una famiglia imprenditoriale.
- Almeno un membro della famiglia deve partecipare alla gestione dell'azienda.

Nonostante però le definizioni siano diverse, e a volte discordanti, è possibile trovare un filo conduttore tra di esse, per riuscire a darne una parziale definizione.

2.3. Ruolo delle PMI familiari nel sistema economico italiano.

Prima di entrare nel dettaglio sui bisogni e le metodologie di finanziamento delle PMI familiari, è necessario esaminare il quadro imprenditoriale odierno in Italia, il quale evidenzia la centralità delle PMI e delle microimprese. Infatti Ad oggi, il numero di PMI italiane, che rispettano i requisiti definiti dalla Commissione Europea in termini di dipendenti, fatturato e attivo di bilancio, sono circa 154 mila, di queste 154 mila, 129 mila sono piccole imprese (10-50 dipendenti e 2-10 milioni di fatturato) e 25 mila sono medie imprese (50-250 dipendenti, 10-50 milioni di fatturato).

È inoltre possibile osservare, grazie agli studi condotti dall'osservatorio dell'AUB (organo che possiede informazioni dettagliate sulla proprietà, la governance, il management, e le performance economiche di tutte le PMI familiari, con fatturato pari o superiore a 20 mln di euro) che le imprese familiari costituiscono la spina dorsale dell'economia italiana, rappresentando l'82% della totalità delle imprese ed il 57% di tutte le aziende con ricavi superiori a 50 milioni di euro. Le imprese familiari in Italia, considerando il decennio 2003-2014 sono cresciute, in termini di performance e redditività, di più rispetto alle imprese non familiari. Le principali attività in cui sono concentrate le piccole e medie imprese italiane sono l'agricoltura, l'edilizia e quelle presenti nel settore dei servizi esse, infatti, rappresentano il 72% dei lavoratori di PMI in Italia (Figura 1).

Distribuzione % PMI per macro-area e dimensione

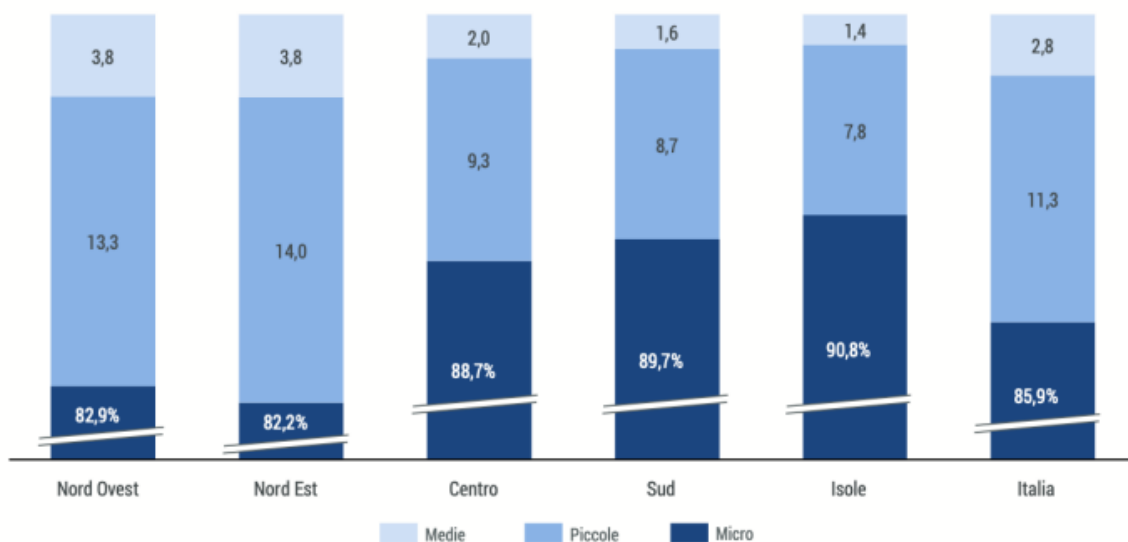


Figura 1: Distribuzione territoriale PMI (Market Watch PMI 2018)

Dal grafico si evince che la distribuzione delle imprese per dimensioni varia in base alla regione in analisi, infatti, vi è una maggiore presenza di piccole e medie imprese al nord, e scendendo di latitudine il numero di microimprese cresce, superando anche la media italiana; per quanto riguarda invece la produzione, le PMI contribuiscono per l'83% della produzione meridionale, rispetto alla media nazionale del 57% (Figura 2).

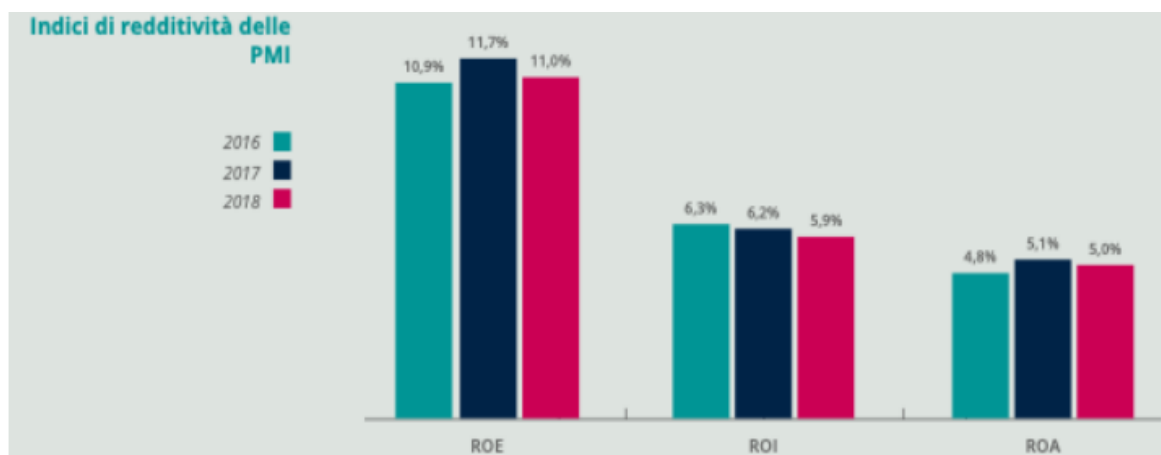


Figura 2: Indici redditività PMI (Rapporto Cerved 2019)

La produttività delle PMI risultava, da qualche anno in crescita, crescita poi rallentata, a partire dal 2018, e successivamente anche invertita nel 2020 con l'impatto del Covid-19, sull'economia nazionale e internazionale. Infatti durante il primo lockdown (marzo-aprile 2020), oltre l'80% delle PMI ha subito una contrazione dei fatturati. Stando ai dati risalenti al periodo marzo-aprile 2020, diffusi dall'ISTAT e rielaborati dall'Osservatorio Innovazione Digitale nelle PMI, emerge che sul totale delle imprese interessate: il 10% circa non ha registrato alcun fatturato, per via delle chiusure dovute alle misure restrittive adottate, e il 35% ha riscontrato una perdita superiore al 50% del proprio fatturato rispetto al periodo pre-Covid.

Nonostante le attuali complesse situazioni economico-politiche, tenendo conto dei livelli pre-crisi, risulta ben chiaro che le PMI possiedono tutte le carte in regola per poter essere la realtà in grado di trainare e dare uno slancio allo sviluppo economico e territoriale dell'Italia, in quanto esse sono in grado di generare un valore aggiunto ben superiore ai 48mila euro per addetto della media europea.

Le PMI familiari, quindi, non rappresentano solo il principale modello di business italiano, ma anche un faro, che può guidare l'economia italiana verso un nuovo sviluppo.

2.4. Il fabbisogno finanziario di una PMI

Il fabbisogno finanziario di una PMI è definibile come l'insieme delle risorse finanziarie necessarie per garantire la gestione e l'organizzazione di una impresa con continuità, quest'ultimo costituendo il complesso delle risorse finanziarie per acquisire i fattori produttivi (impianti, macchinari, scorte) che

consentono all'azienda di creare valore nel lungo termine è mutabile nel tempo, e muta con il variare del processo aziendale².

L'equilibrio finanziario è quindi riconducibile alla capacità dell'impresa di ottenere i finanziamenti necessari per il soddisfacimento del proprio fabbisogno.

Il principale indicatore dell'equilibrio finanziario è il Capitale Circolante Netto (CCN), tale valore si ottiene tramite la differenza tra attività e passività correnti, se assume valore negativo, l'azienda non riuscirà a far fronte alle uscite, non raggiungendo l'equilibrio finanziario.

Un maggior grado di solidità è presente nel caso in cui il CCN sia maggiore o uguale a zero, anche se non è detto che, nonostante le attività correnti superino le passività correnti, l'azienda riesca a raggiungere l'equilibrio, a causa del differente grado di liquidità delle componenti del CCN.

Le imprese necessitano di risorse finanziarie a prescindere dallo stadio del ciclo di vita, imprese di medie grandi dimensioni, in un momento di maturità avranno modo di diversificare le fonti di finanziamento, attraverso strumenti finanziari complessi come azioni e obbligazioni. Invece tanto più l'azienda sarà piccola e giovane, tanto più necessiterà di finanziamenti, e tanto più la natura di quei finanziamenti sarà autonoma o tramite credito commerciale e debito bancario.

Il fabbisogno finanziario è irregolare, anche se un'impresa aumenta il proprio volume d'affari, il fabbisogno subisce fluttuazioni importanti, per poi raggiungere il proprio picco massimo verso fine anno. Il fabbisogno finanziario (lordo) quindi è rappresentato dall'attivo dello stato patrimoniale in un determinato momento, mentre per quanto riguarda il fabbisogno finanziario netto (FFN) vi sono due metodi per calcolarlo:

² Brealey, Myers, Allen, Sandri (2015), Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, p.80.

- metodo sintetico: $FFN = \text{ammontare totale degli investimenti netti} \pm \text{utile/perdita d'esercizio} - \text{riserve di utili}$
- metodo analitico: $FFN = \text{uscite monetarie in fase di liquidazione} - \text{entrate monetarie in fase di riscossione}$

Il fabbisogno è coperto tramite una serie di finanziamenti a breve e a lungo termine, se quindi i finanziamenti di lungo termine non sono in grado di coprire il fabbisogno finanziario dell'impresa nel breve termine, quest'ultima sarà costretta a coprire il fabbisogno mancante con finanziamenti a breve termine. Se invece i finanziamenti di lungo termine eccedono il fabbisogno dell'impresa, essa può investire l'eccesso a breve termine per ricavarne un profitto.

Nel caso di mancanza di capitale, l'azienda può colmare questo fabbisogno in due modi: attraverso capitale esterno, o attraverso capitale proprio. Il capitale proprio è il primo metodo di conferimento di capitale all'impresa, alla nascita o durante la sua vita, da parte dei soci, tramite conferimenti in denaro o in natura. Una delle principali fonti di autofinanziamento è costituita dal reinvestimento degli utili, altre fonti sono ad esempio gli ammortamenti in eccesso e gli accantonamenti.

Il capitale esterno, subentra nel momento in cui il capitale interno di un'impresa non è sufficiente, e quindi si ricorre a capitali di debito. I debiti possono differenziarsi riguardo la natura, e quindi tra quelli finanziari (verso banche) e commerciali (verso clienti) e dal punto di vista temporale: quindi riguardo la scadenza, che va dal breve termine (non più di un anno) al lungo termine (più di 5 anni). La combinazione di fattori interni ed esterni non è unica né univoca, infatti non ne esiste una ideale, quest'ultima deve permettere all'azienda di operare con adeguati margini e con le adeguate coperture finanziarie, senza costituire però un costo eccessivo per l'impresa,

in modo che quest'ultima possa sempre operare negli interessi degli stakeholder.

La quantificazione del fabbisogno finanziario avviene infatti tenendo conto sia della attuale situazione economico-finanziaria dell'impresa, sia di un'ottica futura, dove prendono forma le strategie aziendali attuate. La quantificazione del fabbisogno è molto complessa dato che dipende da tre principali fattori: le dinamiche economiche, l'anzianità aziendale e le dimensioni aziendali e la scelta degli investimenti.

Le dinamiche economiche consistono nei flussi finanziari in entrata e in uscita: nel caso in cui in secondi sono superiori ai primi l'azienda necessiterà chiaramente di ulteriori fondi, dato che aumenterà il fabbisogno finanziario. Per quanto riguarda l'anzianità e le dimensioni aziendali, tanto più un'azienda è giovane tanto più alto sarà il suo fabbisogno finanziario, viceversa, un'azienda matura necessiterà di un fabbisogno minore, grazie anche a degli investimenti più solidi e mirati. Inoltre, un'azienda di piccole dimensioni detiene maggiori quantità di liquidità rispetto ad una di grandi dimensioni, in tal modo cerca di proteggersi da periodi di difficoltà, andando incontro però ad un costo opportunità elevato e un maggior carico fiscale. In ultimo la scelta di investimenti, e quindi la precedente analisi qualitativa del fabbisogno (natura e termine dei finanziamenti) costituiscono l'ultima fonte di analisi quantitativa del fabbisogno finanziario di una PMI.

2.5. Relazione tra fabbisogno finanziario e dimensioni aziendali

Il fabbisogno finanziario è strettamente correlato con lo stadio di vita e le dimensioni aziendali; infatti, le piccole e nuove aziende, a causa delle difficoltà iniziali, lo scarso mercato a disposizione, costi fissi molto alti e

volumi bassi di vendite sono spesso afflitte da risultati economici negativi. Inoltre, la sfiducia e la paura del mercato nell'investire in aziende neonate, combinata con l'incapacità di promuovere con efficacia il progetto, riduce notevolmente la possibilità di percepire fondi derivanti da investitori esterni³.

Una prima distinzione riguarda l'accesso a finanziamenti esterni di PMI e grandi imprese, infatti le PMI, a causa dell'incertezza dei mercati, degli scarsi volumi di vendita e della giovinezza aziendale, sono circondate da un clima di diffidenza, che causa una difficoltà generale nel reperimento di risorse finanziarie esterne. Le grandi imprese invece supportate dalla reputazione, dagli elevati volumi di vendita e da un ranking di affidabilità creditizia estremamente alto, riscontrano una maggior semplicità nella raccolta di risorse finanziarie esterne.

Va quindi fatta un'ulteriore distinzione tra le aziende non vincolate finanziariamente e quelle vincolate, quest'ultime avranno un tasso di crescita strettamente collegato all'autofinanziamento. Le imprese prive di vincoli potranno ricorrere a strumenti finanziari alternativi, dai quali trarranno un tasso di crescita più rapido, avendo anche dei tassi di crescita indipendenti rispetto alle dimensioni aziendali. Viceversa, le imprese vincolate faranno ricorso all'autofinanziamento, ovvero i capitali messi a disposizione dagli imprenditori e i flussi di cassa generati dalla gestione. Visto che spesso l'autofinanziamento non è sufficiente a far fronte al totale del fabbisogno della PMI, l'azienda farà ricorso al credito commerciale. Solitamente, sulla base della prima distinzione di accesso a finanziamenti esterni, le grandi imprese fanno più facilmente ricorso a finanziamenti esterni, mentre le PMI ricorrono all'autofinanziamento e al credito commerciale.

³ Carpenter, Petersen (2002), Is the growth of small firms constrained by internal finance?, The Review of Economics and Statistics (pp.298-309)

Un'ultima distinzione avviene in relazione alla detenzione di liquidità e dimensione d'impresa. È chiaro che un'azienda può fruttare la liquidità a sua disposizione per sopperire, tramite operazioni finanziarie, a parte del suo fabbisogno finanziario.

Due sono le linee di pensiero riguardo la detenzione di liquidità di piccole e grandi imprese:

1. Alcuni esperti ritengono che le grandi imprese necessitino di meno liquidità, rispetto alle piccole imprese, in quanto le grandi hanno il beneficio delle economie di scala, della profonda diversificazione sviluppata e di fondi derivanti dai mercati finanziari. La notorietà, dovuta al brand e alla stabilità economico-finanziaria dell'impresa le permettono inoltre, di avere minori problemi nella raccolta di risorse finanziarie esterne, non avendo quindi bisogno di eccessiva liquidità.

2. Il secondo modo di vedere la questione liquidità delibera una teoria opposta alla prima, sulla base della possibilità di investimenti che una grande impresa ha sfruttando la propria liquidità.

Ad una prima analisi appare evidente che al crescere delle dimensioni delle PMI si associa una facilità di accesso a finanziamenti esterni e una maggiore varietà nelle forme di utilizzo della liquidità.

2.6. Conclusioni

Ai fini dello studio si è cercato di definire il concetto di PMI familiare per poter circoscrivere al meglio il campione oggetto dell'analisi, valutando le caratteristiche distintive nel mercato italiano e analizzando il loro ruolo e l'importanza nel mercato nazionale e internazionale.

Si è passati poi a definire il fabbisogno finanziario e la sua relazione con la crescita della dimensione aziendale, così da avere un primo elemento di valutazione delle PMI.

3. Le caratteristiche dei founder e la performance delle PMI

3.1 Introduzione

Le caratteristiche personali di un founder sono tra le discriminanti più importanti per determinare la tipologia di leva finanziaria e di propensione al rischio che un'azienda andrà a adottare nel corso della propria attività.

Inizialmente viene effettuata una distinzione tra le caratteristiche del founder, dividendole in quelle socio-economiche: età, sesso, istruzione, rete di contatti; e l'esperienza.

Ognuna di queste caratteristiche può essere applicata nell'analisi di un founder per definire il profilo di propensione al rischio e quindi la futura strategia d'impresa. La classificazione proposta verrà poi applicata ad un campione selezionato di imprese familiari per verificare il peso di tali caratteristiche sulle scelte aziendali.

3.2 Caratteristiche socio-economiche.

La Upper Echelons Theory (UET) afferma che quanto più complessa è una decisione, tanto più importanti sono le caratteristiche personali di chi prende le decisioni, l'età, il ruolo, la specializzazione, soprattutto in una PMI a stampo familiare, dove la voce del founder ha un peso rilevante.

Sulla scia delle teorie comportamentali della finanza aziendale, gli studi dimostrano che i manager non sono completamente razionali, ma soffrono di alcuni pregiudizi psicologici, come i tratti personali o le caratteristiche della formazione manageriale, che condizionano fortemente le decisioni prese. Gli studi suggeriscono che tanto più complessa è una decisione, tanto più sono importanti le caratteristiche personali di chi prende la decisione.

Le caratteristiche generali di un founder e dei top manager (come l'età o le esperienze di carriera) incidono significativamente sulle scelte di un'impresa e sulle sue scelte strategiche.

Analizzando le caratteristiche generali dei CEO che condizionano principalmente le loro decisioni di finanziamento aziendale troviamo la fascia d'età del CEO e il background educativo, entrando invece più nel dettaglio i fattori socio-economici del founder da tenere conto quando si fa questa analisi sono molteplici: l'età, l'istruzione, il genere, la rete di contatti e i comportamenti irrazionali del founder.

L'età è una discriminante che determina l'avversione al rischio di un founder, i soggetti più anziani sono infatti più avversi al rischio e meno aggressivi di quelli più giovani. Di conseguenza sceglieranno il finanziamento interno a sfavore di quello esterno, risultando così meno aggressivi nelle politiche finanziarie.

Un'azienda con amministratori più giovani dovrebbe, invece, essere più propensa al rischio e quindi all'investimento, sviluppando così maggiori opportunità di crescita.

L'istruzione è un'altra delle variabili socio-economiche che determina l'avversione al rischio di un founder, quest'ultimo infatti sarà meno avverso al rischio se provvisto di un alto grado di istruzione, ma il suo fine ultimo sarà quello della massimizzazione dei profitti; saranno inoltre aperti a nuove idee, cambiamenti e opportunità d'investimento. Rakhmayil e Yuce (2011) concordano sul fatto che i livelli di istruzione più elevati sono significativamente correlati alla leva finanziaria dell'impresa. L'analisi del grado di istruzione che possiede un founder viene realizzata distinguendo sette scenari possibili:

1. Non ha ottenuto il diploma di scuola media.
2. Ha conseguito il diploma di scuola media.
3. Ha frequentato la scuola superiore.
4. Ha ottenuto il diploma di scuola superiore.
5. Ha frequentato l'università.
6. Ha ottenuto la laurea.
7. Ha conseguito un dottorato di ricerca.

I CEO vengono tuttavia classificati principalmente tra quelli provvisti di laurea e quelli con laurea specialistica, considerato che il titolo di studio conferirà più fiducia, tanto più elevato è il titolo; tanto meno il manager sarà propenso all'indebitamento, in quanto lo scopo finale sarà quello di limitare il più possibile le perdite dell'azienda.

Alcuni studi tra cui SeongjaeMun e Seung HunHanDongwookSeo 2020 analizzano addirittura come una laurea conseguita in diversi ambiti umanistici o scientifici influenzi la liquidità. L'analisi effettuata su imprese coreane mette in luce come la politica e l'entità della liquidità risenta del percorso di studi degli amministratori. Pur confermando che gli amministratori laureati in economia, scienze o ingegneria detengono meno liquidità evidenzia comunque delle differenze e principalmente la tendenza per gli amministratori laureati in economia a detenere un valore più alto di liquidità al contrario di quelli laureati in ingegneria o scienze che presentano valori tendenzialmente più bassi. Il conseguimento di un master inoltre determina un ulteriore e sostanziale incremento della liquidità in eccesso.

Custodio e Metzger 2014 sostengono nel loro studio che gli amministratori delegati specializzati in finanza detengono meno liquidità e presentano più debito rispetto ad amministratori con altre specializzazioni, questo come

conseguenza della loro maggiore familiarità con le politiche finanziarie e con il reperimento di fondi esterni.

È dimostrato che la combinazione dei fattori di età e istruzione del founder incidono significativamente sulla leva finanziaria dell'impresa.

Il genere è un altro fattore che definisce la propensione al rischio di un amministratore, Abor e Biekpe (2007) affermano che le imprese di proprietà femminile hanno meno probabilità di ricorrere al debito per una serie di motivi, tra cui la discriminazione e l'avversione al rischio. Le imprese gestite da donne hanno quindi una leva finanziaria inferiore, utili meno volatili, e maggiori possibilità di sopravvivenza rispetto alle imprese gestite da amministratori uomini.

Fondamentale risulta anche la rete di contatti di cui è provvisto il founder, quest'ultima infatti migliora l'esperienza di quest'ultimo. Se provvisto di una buona rete di contatti ha infatti un accesso più rapido alle informazioni rilevanti, e una ricerca semplificata di nuove attività di business. La rete di contatti, combinata al livello di istruzione segue un corso inverso, con l'aumentare della rete di contatti, se il livello di istruzione aumenta, diminuirà la propensione all'indebitamento, viceversa, con titoli di studio più bassi, ma un'elevata rete di contatti, il CEO tenderà all'indebitamento esterno.

L'irrazionalità dei founder ha un impatto altrettanto significativo sulle decisioni di finanziamento intraprese dall'azienda. Un manager irrazionale o troppo emotivo può preferire il finanziamento tramite debito, in particolar modo il debito a breve termine, condizionando quindi l'esposizione al rischio dell'impresa, rispetto a un amministratore meno sicuro di sé e più cauto nelle scelte di finanziamento.

3.3 Esperienza

L'esperienza del founder è un ulteriore fattore che determina la propensione all'indebitamento e al rischio.

I fattori socio-economici illustrati nel precedente paragrafo, in combinazione con l'esperienza pregressa del founder permettono di delineare il profilo di rischio che l'amministratore adotta nella propria impresa.

Il processo decisionale è, infatti, condizionato dalle esperienze precedenti del leader. Il founder può sfruttare la propria esperienza per identificare le opportunità che si creano sui mercati, andando a migliorare la sopravvivenza e l'efficienza dell'impresa. Quindi le esperienze e la formazione dei manager hanno un impatto significativo sul processo decisionale e strategico di un'impresa, divenendo però al tempo stesso limite ed opportunità a seconda del contesto in cui l'amministratore opera in relazione alle condizioni del mercato, alla fase di sviluppo dell'azienda ed alle situazioni pregresse vissute.

In Enkhtaivan e Davavdorj (2021) si evidenzia addirittura come vi sia una sostanziale somiglianza tra le politiche di liquidità aziendale delle imprese statunitensi guidate dalla stessa leadership. Si evidenzia così come l'esperienza passata del CEO possa influenzare il futuro della nuova azienda amministrata. I valori delle disponibilità liquide dell'azienda passata e di quella futura divengono sostanzialmente simili anche se ci troviamo di fronte ad aziende diverse, effetto che si amplifica con il permanere nella carica dell'amministratore, rafforzando così l'idea che le scelte finanziarie degli amministratori siano poco elastiche ed influenzate dalle esperienze passate.

Il valore dell'esperienza passata diviene tanto più evidente se determinato da eventi storici importanti come nell'analisi di AntaiLi e Luo (2019), che esamina la relazione tra il comportamento degli amministratori delegati cinesi che hanno sperimentato la grande carestia del 1959-1961 e la loro propensione a detenere liquidità, che risulta molto più alta, pur con evidenti

limitazioni al crescere del livello di istruzione. In normali condizioni di mercato questa politica conservativa implica un valore di mercato più basso per le aziende, situazione però che si inverte nei periodi di crisi con valori più alti e performance migliori.

Sempre dal mercato cinese giungono ulteriori evidenze dell'influenza dell'esperienza pregressa del CEO sulle performance aziendali infatti Hao, Huang, Cui, Liu e Zhang (2021) nella loro analisi del mercato cinese post-riforma analizzano come il passato degli amministratori in una fase di boom economico e trasformazione influenzi le decisioni di finanziamento delle imprese. Gli amministratori che si sono formati ed hanno operato nell'economia pianificata presentano approcci decisamente più conservativi rispetto all'approccio aggressivo dei nuovi manager che ricorrono al debito con maggiore frequenza e detengono meno liquidità.

L'esperienza dell'amministratore diviene così elemento imprescindibile da considerare nell'analisi per la sua influenza sulle politiche aziendali e sulla detenzione di liquidità.

3.4 Conclusioni

L'analisi viene quindi svolta su un campione statistico di founder che generalmente, spinto dalle caratteristiche del founder stesso, è restio a detenere grandi somme di liquidità, ma che piuttosto, vista la giovane età del founder, l'alta conoscenza del mercato di riferimento, supportata dalla nazionalità e dall'alto grado di istruzione è propensa al rischio e alla massimizzazione del profitto, cercando di massimizzare il rapporto rischio-rendimento, e far crescere e maturare l'impresa il più possibile, senza però eccedere nel rischio sostenuto.

Infatti, la propensione al rischio osservata nelle caratteristiche precedentemente elencate viene mitigata da altre peculiarità dei soggetti analisi, quali la scarsa esperienza, e quindi una moderata confidence.

4. Impatto del founder sulle forme di finanziamento: un'analisi empirica

4.1 Introduzione

Le caratteristiche socio-economiche analizzate precedentemente messe in relazione con un campione di aziende e i rispettivi manager permettono di definire il profilo di rischio che un'impresa adotta per la propria strategia finanziaria.

Inizialmente viene definito il campione statistico in analisi e contestualizzato nell'insieme di variabili stabilite per quest'ultimo, per poi passare a definire la metodologia di analisi che poi permetterà di sviluppare la regressione lineare, definendo quindi i valori numerici di ogni variabile in analisi.

La regressione lineare identifica poi il rapporto tra la liquidità e tutte le variabili, sia socio-economiche sia finanziarie, permettendo di identificare l'influenza che ciascuna di esse ha sulle scelte di finanziamento che adotta il manager nella propria azienda.

4.2 Campione

L'analisi di questo capitolo verte sull'incidenza che le caratteristiche socio-demografiche e l'esperienza pregressa hanno sulla gestione di liquidità da parte del manager in un gruppo di aziende italiane con sede in Italia, combinando quindi i fattori personali del manager e i dati di bilancio delle aziende si delinea il profilo di rischio assunto da quest'ultime.

Il campione in analisi è stato sviluppato inserendo le variabili di analisi come discriminanti nel database AIDA dal quale è scaturito l'insieme delle aziende che saranno analizzate. (Tabella 1)

| | | |
|---|-----------------------|-----------|
| Nome prodotto | Aida | |
| Aggiornamento | 306 | |
| Versione del Software | 104.00 | |
| Aggiornamento dei dati | 12/08/2022 (n° 30600) | |
| Username | EdoardoMassarelli | |
| Export date | 14/08/2022 | |
| Cut off date | 31/03 | |
| 1. Stato giuridico: Attiva | | 1.505.508 |
| 2. Data di costituzione: nel e dopo l'anno 2011 fino a ed incluso l'anno 2022 | | 1.014.094 |
| 3. Tutte le società con sito web | | 495.345 |
| 4. Tutte le PMI innovative | | 2.349 |
| 5. Dipendenti: Ultimo anno disponibile, min=0, max=50 | | 1.949.928 |
| 6. Tutte le società con bilanci | | 2.116.519 |
| 7. Subsidiaries with a specific number of shareholders: 6 to 10, 5, Excluding Public; Unnamed private shareholders, aggregated; Other unnamed shareholders, aggregated | | 77.284 |
| 8. Subsidiaries with a shareholder also manager: che possiedono insieme tra 30% e 51%, include società whose Ultimate Owner is a manager; Definizione di Azionista di Riferimento con possesso minimo di 50.01%, azionista noto o sconosciuto | | 861.769 |
| 9. Indice di Indipendenza BVD: B+, B, B- | | 401.229 |
| 10. Selected società: (13 cancellata) | | 13 |
| Ricerche Booleane : 1 E 2 E 3 E 4 E 5 E 6 E 7 E 8 E 9 E No 10 | | |
| | | Totale |
| | | 28 |

Tabella 1: discriminanti usate nel database AIDA

L'analisi verte su 28 PMI innovative a stampo familiare, il numero delle aziende deriva dall'efficienza del mercato italiano, infatti, per effettuare un'analisi in un mercato efficiente è necessario e sufficiente un campione statistico di circa 30 soggetti.

Le aziende sono innovative e giovani, non hanno infatti oltre 10 anni di vita, sono di piccole dimensioni, e con un numero di dipendenti compreso tra 0 e 50. Sono escluse dall'analisi tutte le aziende che agiscono direttamente sui mercati finanziari e quelle con le azioni quotate in borsa, che avranno quindi una gestione della liquidità differente rispetto alle altre aziende. (Tabella 2)

| Colonna1 | Ragione sociale | Provincia | Chiusura bilancio Ultimo anno disp. | Ricavi delle vendite migl EUR Ultimo anno disp. | Dipendenti Ultimo anno disp. |
|----------|---|------------------------------|---|---|------------------------------------|
| 1. | PHARMAXIMA S.R.L. | Milano | 31/12/2020 | 7.026 | 29 |
| 2. | ESALES S.R.L. | Milano | 31/12/2021 | 3.812 | 11 |
| 3. | BRANDUP GROUP S.P.A. | Fermo | 31/12/2020 | 2.719 | 3 |
| 4. | PRIMO ROUND S.R.L. | Treviso | 31/12/2020 | 1.316 | 12 |
| 5. | MIRNAGREEN S.R.L. | Bolzano/Bozen | 31/12/2021 | 1.292 | 5 |
| 6. | BORDEL STUDIO S.R.L. | Milano | 31/12/2020 | 1.207 | 3 |
| 7. | TELA BLU S.R.L. | Torino | 31/12/2021 | 869 | 3 |
| 8. | DISPELL MAGIC S.R.L. | Modena | 31/12/2020 | 821 | 12 |
| 9. | METALCO ACTIVE S.R.L. | Treviso | 31/12/2020 | 816 | 2 |
| 10. | DAYBREAKHOTELS S.R.L. | Roma | 31/12/2021 | 653 | 15 |
| 11. | EMPLOYERLAND S.R.L. | Roma | 31/12/2021 | 519 | 1 |
| 12. | RESONO OPHTHALMIC S.R.L. | Vicenza | 31/12/2021 | 359 | 1 |
| 13. | RDC - RESEARCH & DEVELOPMENT CONSULTING - S.R.L. | Roma | 31/12/2020 | 339 | 2 |
| 14. | TISSUEGRAFT S.R.L. | Alessandria | 31/12/2019 | 193 | 2 |
| 15. | TARGETING GUT DISEASE S.R.L. | Bologna | 31/12/2021 | 193 | 0 |
| 16. | NOUS S.R.L. | Padova | 31/12/2020 | 159 | 4 |
| 17. | KOOK SHARING S.R.L. | Milano | 31/12/2020 | 150 | 5 |
| 18. | DOMINION HOSTING HOLDING S.P.A. IN FORMA ABBREVIATA DHH S.P.A. | Milano | 31/12/2021 | 122 | 2 |
| 19. | CAPTIKS SOCIETA' A RESPONSABILITA' LIMITATA | Roma | 31/12/2020 | 88 | 5 |
| 20. | COGNITIVE TECHNOLOGIES AND SERVICES S.R.L. | Catania | 31/12/2019 | 85 | 0 |
| 21. | HARUSPEX S.R.L. | La Spezia | 31/12/2020 | 65 | 7 |
| 22. | SINAPPSYS S.R.L. | Napoli | 31/12/2018 | 46 | 4 |
| 23. | ARTECHNE S.R.L. | Verona | 31/12/2020 | 44 | 0 |
| 24. | ITALIANID S.R.L. | Torino | 31/12/2020 | 30 | 1 |
| 25. | MYNA-PROJECT.ORG S.R.L. | Valle d'Aosta/Vallée d'Aoste | 31/12/2020 | 26 | 1 |
| 26. | FORTUNITO SRL | Catanzaro | 31/12/2020 | 14 | 1 |
| 27. | SUPPLAI S.R.L. | Bologna | 31/12/2021 | 7 | 6 |
| 28. | 3DNEXTECH S.R.L. | Livorno | 31/12/2021 | 2 | 3 |

Tabella 2: Aziende del campione statistico

Per quanto riguarda l'analisi finanziaria, e quindi dei bilanci aziendali si basa su quattro indici che permettono di valutare l'utilizzo della liquidità da parte dell'azienda.

Il primo è l'eccesso di liquidità e il secondo è la dimensione dell'impresa,

Viene poi valutato il debito aziendale e la sua tipologia, facendo una distinzione tra i prestiti di breve, di durata inferiore a un anno, i quali

rientrano quindi nell'attuale bilancio d'esercizio e di lungo termine, con oltre un anno di scadenza, compresi quindi nei futuri bilanci in base alla durata.

Nelle aziende analizzate, il founder detiene una quota di partecipazione rilevante, tra il 31% e il 50% della società, che gli consente di poter prendere decisioni individualmente o comunque di avere un peso nelle scelte aziendali. Inoltre ogni azienda ha dai 5 ai 10 azionisti, in modo da rendere la compagine azionaria ben distribuita e avvalorare ancora di più il potere decisorio del manager.

Riprendendo anche il concetto di PMI a stampo familiare espresso nel primo capitolo da Corbetta (2011), dove per essere classificata familiare, un'azienda deve avere un founder che detiene delle quote di maggioranza e partecipa attivamente alle decisioni aziendali.

Le aziende saranno gestite da founder di tutte le età, realizzando delle distinzioni tra i gruppi di soggetti under 30, quelli con età compresa tra i 31 e i 50, e coloro che sono over 51, di nazionalità italiana, aventi quindi un'approfondita conoscenza del mercato nel quale opererà l'azienda. La giovane età del founder porterà quest'ultimo a prediligere il rischio e l'investimento, mentre al crescere dell'età il manager sarà sempre più restio a prendersi grandi rischi, detenendo quindi sempre più liquidità.

Lo studio verte anche sulla regione di provenienza del founder, nello specifico con una divisione nord, centro e sud Italia, per osservare un'eventuale corrispondenza tra regione d'appartenenza e specifici utilizzi della liquidità.

Il livello di istruzione dei founder è compreso tra il sesto e il settimo livello della scala precedentemente illustrata, tranne rari casi nel campione (i quali hanno comunque svolto numerosi corsi e stage inerenti al loro lavoro, e conseguito molti brevetti) avendo quindi un elevato grado di istruzione, sono in grado di analizzare le condizioni di mercato in maniera efficace il che li aiuta a raccogliere fondi esterni in maniera efficiente dal punto di vista dei

costi e quindi ad effettuare investimento in assenza di fondi interni insufficienti. Sono anche più propensi a non indebitarsi, in quanto lo scopo finale è quello della massimizzazione dei profitti dell'azienda.

Il campione di founder non prevede un genere specifico, l'analisi osserva se la differenza di propensione al rischio in base al genere è presente nel campione statistico.

La rete di contatti risulta la discriminante più difficile da quantificare; tuttavia, si può associare al livello di istruzione, in quanto un founder che avrà seguito un corso di studi lungo e approfondito, avrà avuto modo di conoscere persone simili a lui per obiettivi e competenze, che può poi sfruttare per ottenere informazioni o uno scambio di opinioni.

Assodato che i founder del campione statistico hanno un'elevata istruzione, la combinazione tra istruzione elevata e una buona rete di contatti ha una sinergia inversa: tra due founder con la stessa rete di contatti, il soggetto con un titolo di studi più elevato sarà meno propenso al rischio, preferendo il finanziamento interno a quello esterno.

I founder, in relazione all'età, avranno un'esperienza generale differente, comportando così, anche un livello di confidence personale sempre in relazione con l'esperienza del soggetto, tanto più sarà elevata l'età, tanto più il manager avrà esperienza generale e quindi confidence personale. L'esperienza è supportata dalla nazionalità dell'amministratore, che essendo italiano, avrà una maggior semplicità nello sviluppare un'approfondita conoscenza del mercato nel quale opera la propria azienda. (Tabella 3)

| Colonna1 | Manager | Sesso | Quota societaria | Età | Luogo di nascita | Titolo di studio |
|----------|------------------------------|-------|------------------|------------|-------------------|---|
| 1. | Andrea Valsasina | M | 41,60% | 14/01/1983 | Milano | Laurea Magistrale: Business amministrazione |
| 2. | Gianluca Borsotti | M | 47,77% | 02/04/1963 | Milano | Laurea Magistrale: Economia e commercio |
| 3. | Massimiliano Luciani | M | 30% | 05/07/1970 | Roma | Corso: google ads & digital training, web design, graphic design, HTML5 |
| 4. | Marco Regazzo | M | 44,80% | 13/07/1974 | Treviso | Laurea Magistrale: Ingegneria informatica |
| 5. | Roberto Viola | M | 44,01% | 19/05/1958 | Milano | Laurea Magistrale: Agraria e Laurea Triennale: Biochimica |
| 6. | Giuseppe Radogna | M | 33% | 19/12/1983 | Putignano | Laurea Specialistica: Design della comunicazione |
| 7. | Edoardo Danna | M | 35% | 08/04/1993 | Torino | Laurea triennale: economics and business administration; Master: Management |
| 8. | Lanaro Maximilian | M | 32,29% | 31/08/1976 | Carpi | Laurea Magistrale: telecomunicazione |
| 9. | Gian Luca Innocenzi | M | 31,71% | 03/08/1970 | Trento | Master: Marketing and luxury goods |
| 10. | Botto Simon | M | 39,44% | 29/11/1973 | Genova | Laurea magistrale: legge; Diploma Internazionale: international law and |
| 11. | Gabriele Lizzani | M | 31,91% | 18/01/1975 | Roma | Laurea Magistrale: Strategic Employer Branding |
| 12. | Alfredo Ruggeri | M | 34% | 12/05/1955 | Vicenza | Laurea Magistrale: Ingegneria elettronica |
| 13. | Nicola Bartucca | M | 50% | 24/04/1981 | Roma | Diploma di maturità |
| 14. | Francesca Boccafoschi | F | 31,08% | 03/08/1976 | Trieste | Laurea Magistrale: Biologia |
| 15. | Maria Chiara Valerii | F | 30,42% | 07/12/1980 | Giulianova | Laurea Magistrale: Biologia |
| 16. | Francesco Pettenuzzo | M | 32,25% | 03/03/1980 | Vicenza | Laurea magistrale: giurisprudenza |
| 17. | Claudio Garosci | M | 45% | 15/04/1982 | Milano | Master: City Management |
| 18. | Antonio Domenico Baldassarra | M | 34,01% | 26/10/1965 | Sora | Laurea magistrale: Ingegneria elettronica |
| 19. | Carlo Alberto Pinto | M | 43,40% | 07/01/1980 | Roma | Laurea Specialistica: Informatica |
| 20. | Cannavò Rosario Bruno | M | 30,68% | 19/11/1963 | Riposto | Laurea Magistrale: filosofia |
| 21. | Marcello Montecucco | M | 34,20% | 23/09/1944 | Bonassola | laurea Magistrale: ingegneria Meccanica |
| 22. | Marco De Landro | M | 35,55% | 17/10/1987 | Napoli | Laurea triennale: economia aziendale; e magistrale: Economia e management |
| 23. | Stefania Paschetto | F | 33,85% | 05/03/1982 | Isola Della Scala | Laurea Magistrale: Sociologia |
| 24. | Marco Masselli | M | 40% | 05/08/1953 | Cavour | Laurea triennale: Disegno industriale; Master: Business Administration and |
| 25. | Thomas Ferrero | M | 41,27% | 25/06/1986 | Torino | Laurea Triennale: Economia e Matematica |
| 26. | Valerio Mirarchi | M | 48,61% | 03/08/1986 | Catanzaro | Laurea triennale: comunicazione, advertising e pubbliche relazioni; master: |
| 27. | Carlo Andrea Gatterini | M | 31,23% | 27/11/1995 | Bergamo | Laurea triennale: business Management |
| 28. | Andrea Arienti | M | 36,92% | 07/03/1983 | Livorno | Laurea magistrale: ingegneria meccanica |

Tabella 3: Manager delle aziende in analisi

Le caratteristiche selezionate, in relazione con le evidenze statistiche di scelte di indebitamento non seguono un'unica direzione; infatti, alcune caratteristiche portano il founder a preferire l'indebitamento ed altre no. Lo scopo è quello di ottenere un campione statistico tendente all'investimento

e al rischio, ma senza creare eccessivi squilibri, per non rendere l'analisi unilaterale.

4.3. Metodologia

Definito il campione da analizzare ad ogni variabile corrisponde un valore numerico necessario per sviluppare la regressione lineare del campione. Ogni variabile sarà analizzata tramite una media, il massimo, il minimo e la deviazione standard.

La variabile della prima discriminante, ovvero l'età, ha valore 0 se l'età del soggetto è inferiore a 30 anni, il valore 1 se l'età è compresa tra 31 e 50 anni, ed infine valore 2 se l'età è superiore o uguale ai 51 anni. Direttamente correlata alla variabile dell'età è la variabile dell'esperienza personale e quindi della confidence del founder: un'età inferiore ai 30 anni ha 0 come valore della variabile esperienza, tra 31 e 40 ha valore 1, tra 41 e 50 ha valore 2, tra 51 e 60 ha valore 3, over 60 ha valore 4.

Il sesso sarà distinto con due valori: 1 se il manager è maschio, 0 se il manager è femmina.

Per la regione di provenienza del soggetto la divisione avviene tra nord (Valle d'Aosta, Piemonte, Lombardia, Liguria, Emilia-Romagna, Veneto, Trentino Alto-Adige, Friuli Venezia-Giulia), centro (Toscana, Umbria, Marche, Lazio) e sud Italia (Abruzzo, Molise, Campania, Puglia, Basilicata, Calabria, Sicilia, Sardegna), con le rispettive variabili che assumeranno 0,1 e 2 come valore.

Il titolo di studio è sempre compreso tra il livello 6 e 7 della scala illustrata nel precedente capitolo, tranne che per pochi casi che si posizionano sul livello 5 di istruzione.

Le statistiche descrittive delle caratteristiche sociodemografiche dei manager sono riportate in tabella 4.

| | Media | Dev. Standard | Minimo | Massimo |
|-----------------------------|---------|---------------|--------|---------|
| Sesso | 0,89286 | 0,314970394 | 0 | 1 |
| Quota societaria | 37,30% | 0,062138723 | 30% | 50% |
| Età | 46,89 | 12,38080739 | 26 | 78 |
| Esperienza Personale | 2,04 | 1,170063083 | 0 | 4 |
| Luogo di Nascita | 0,57 | 0,790151014 | 0 | 2 |
| Titolo di Studio | 6,71 | 0,599823607 | 5 | 7 |

Tabella 4: Statistiche descrittive caratteristiche sociodemografiche dei manager

Per quanto riguarda le variabili finanziarie oggetto di analisi sono: eccesso di liquidità, dimensione aziendale, debiti a breve e a lungo termine.

L'eccesso di liquidità viene calcolato con il rapporto tra liquidità disponibile e attività totali ($LIQ = DLIQ/AT$), mentre la dimensione aziendale è ricavata tramite il logaritmo naturale dei ricavi dalle vendite dell'azienda ($DI = \ln(RV)$).

I debiti a breve e a lungo termine sono rispettivamente il rapporto tra debiti a breve rispetto il totale delle attività ($DB = DB/AT$) e dei debiti a lungo termine sempre come rapporto sul totale delle attività ($DL = DL/AT$).

Le statistiche descrittive dei dati finanziari delle aziende in analisi sono riportate in tabella 5.

| VARIABILE | DESCRIZIONE | VALORE | Media | Dev. Standard | Minimo | Massimo |
|--------------|-----------------------------------|-----------|------------|---------------|----------|-------------|
| RV | RICAVI DELLE VENDITE | RV | 741225,36 | 1450699,88 | 1742,00 | 7026348,00 |
| DLIQ | DISPONIBILITA' LIQUIDE | DLIQ | 398622,89 | 661543,7116 | 132,00 | 2531508,00 |
| DI | DIMENSIONE IMPRESA | $\ln(RV)$ | 12,17 | 1,904295439 | 7,46 | 15,77 |
| DB | DEBITO BREVE TERMINE | DB | 593883,61 | 1006810,752 | 16248,00 | 3947747,00 |
| DL | DEBITO LUNGO TERMINE | DL | 349155,25 | 605367,8445 | 0,00 | 2858912,00 |
| AT | ATTIVITA' TOTALI | AT | 1763645,89 | 2640146,918 | 63779,00 | 11409295,00 |
| LIQ | LIQUIDITA | $DLIQ/AT$ | 0,23 | 0,19371373 | 0,00 | 0,65 |
| DB/AT | RAPPORTO DEBITI A BREVE/ATTIVITA' | DB/AT | 0,36 | 0,191745292 | 0,09 | 0,97 |
| DL/AT | RAPPORTO DEBITI A LUNGO/ATTIVITA' | DL/AT | 0,25 | 0,235607177 | 0,00 | 0,78 |

Tabella 5: Statistiche descrittive dati finanziari delle aziende

Per valutare come le caratteristiche sociodemografiche del manager influenzano i livelli di detenzione di liquidità aziendale si è proceduto stimando la seguente regressione:

$$LIQ_{ny} = A + SESSO_y + ETA'_y + EXP_y + LUOGO_y + TIT_y + DI_n + DB/AT_n + DL/AT_n + E$$

Dove n indica l'impresa e y il manager di riferimento, A l'intercetta ed E l'errore. I valori stimati della regressione sono riportati in tabella 6.

| Statistica della regressione | | | | | | |
|------------------------------|----------------------------------|-----------------|------------------|---------------------------|-------------------------|---------------|
| R multiplo | 0,49685853 | | | | | |
| R al quadrato | 0,246868398 | | | | | |
| R al quadrato corretto | -0,070239644 | | | | | |
| Errore standard | 0,200401478 | | | | | |
| Osservazioni | 28 | | | | | |
| ANALISI VARIANZA | | | | | | |
| | gdl | SQ | MQ | F | Significatività F | |
| Regressione | 8 | 0,25012095 | 0,031265119 | 0,778499329 | 0,63 | |
| Residuo | 19 | 0,763054294 | 0,040160752 | | | |
| Totale | 27 | 1,013175243 | | | | |
| Coefficienti | | | | | | |
| | Coefficienti | Errore standard | Stat t | Valore di significatività | Inferiore 95% | Superiore 95% |
| Intercetta | 0,566993757 | 0,685629938 | 0,826967619 | 0,418520601 | -0,868046195 | 2,002033709 |
| SESSO | 0,102406815 | 0,128602763 | 0,796303387 | 0,435693055 | -0,16676186 | 0,371575491 |
| ETA' | 0,005172284 | 0,013427779 | 0,385192806 | 0,704372852 | -0,02293238 | 0,033276948 |
| ESPERIENZA PERSONALE | -0,092729803 | 0,134711464 | -0,688358658 | 0,499546115 | -0,374684137 | 0,189224532 |
| LUOGO DI NASCITA | -0,018561736 | 0,057189724 | -0,324564187 | 0,749057146 | -0,138261204 | 0,101137731 |
| TITOLO DI STUDIO | -0,093147729 | 0,082100526 | -1,134557034 | 0,270672544 | -0,264986104 | 0,078690646 |
| DI | 0,030022461 | 0,022942492 | 1,308596313 | 0,206279902 | -0,017996727 | 0,078041649 |
| DB/AT | -0,432330716 | 0,261778576 | -1,651512979 | 0,115065394 | -0,980239572 | 0,115578141 |
| DL/AT | -0,20826133 | 0,195603101 | -1,064713844 | 0,300349898 | -0,617663326 | 0,201140666 |
| OUTPUT RESIDUI | | | | | | |
| OUTPUT DATI | | | | | | |
| Osservazione | Previsto LIQUIDITA' (LIQ)=DLI/AT | Residui | Residui standard | Percentile | LIQUIDITA' (LIQ)=DLI/AT | |
| 1 | 0,32897545 | -0,190843258 | -1,135222485 | 1,785714286 | 0,000140065 | |
| 2 | 0,314937077 | 0,337152431 | 2,005535978 | 5,357142857 | 0,000487731 | |
| 3 | 0,243309104 | -0,188279647 | -1,119972959 | 8,928571429 | 0,006760745 | |
| 4 | 0,202736656 | -0,07690909 | -0,457490243 | 12,5 | 0,036064096 | |
| 5 | 0,277035535 | 0,194373597 | 1,156222546 | 16,07142857 | 0,052899361 | |
| 6 | 0,405473667 | 0,085536088 | 0,50880755 | 19,64285714 | 0,055029457 | |
| 7 | 0,296363581 | 0,160434787 | 0,954339069 | 23,21428571 | 0,058357586 | |
| 8 | 0,353367257 | -0,317303161 | -1,887463494 | 26,78571429 | 0,083658354 | |
| 9 | 0,210003658 | 0,073503091 | 0,43722981 | 30,35714286 | 0,0983239 | |
| 10 | 0,389936453 | 0,1294995 | 0,770321917 | 33,92857143 | 0,11136902 | |
| 11 | 0,268606996 | 0,05197553 | 0,309174085 | 37,5 | 0,113805178 | |
| 12 | 0,216315684 | -0,13265733 | -0,789106126 | 41,07142857 | 0,122352721 | |
| 13 | 0,395290486 | 0,095756767 | 0,569604797 | 44,64285714 | 0,125827565 | |
| 14 | 0,153327477 | -0,094969891 | -0,564924099 | 48,21428571 | 0,138132192 | |
| 15 | 0,049186666 | 0,240202843 | 1,428835739 | 51,78571429 | 0,181852481 | |
| 16 | 0,137944854 | -0,137457123 | -0,817657477 | 55,35714286 | 0,215800237 | |
| 17 | 0,141578105 | -0,019225384 | -0,114361326 | 58,92857143 | 0,283506749 | |
| 18 | 0,261003056 | -0,149634036 | -0,890091292 | 62,5 | 0,289389509 | |
| 19 | 0,156469964 | 0,059330273 | 0,352923442 | 66,07142857 | 0,320582525 | |
| 20 | 0,151689745 | -0,037884567 | -0,22535463 | 69,64285714 | 0,331143723 | |
| 21 | 0,34400195 | -0,002592704 | -0,015422584 | 73,21428571 | 0,341409246 | |
| 22 | 0,20294271 | -0,150043349 | -0,892526072 | 76,78571429 | 0,456798368 | |
| 23 | 0,145373016 | -0,145232952 | -0,86391164 | 80,35714286 | 0,471409132 | |
| 24 | 0,083334753 | 0,098517727 | 0,586028242 | 83,92857143 | 0,491009755 | |
| 25 | 0,299885122 | -0,201561223 | -1,198977811 | 87,5 | 0,491047253 | |
| 26 | 0,137513468 | -0,130752723 | -0,777776658 | 91,07142857 | 0,519435954 | |
| 27 | 0,18833877 | 0,332329275 | 1,97684565 | 94,64285714 | 0,520668044 | |
| 28 | 0,214409193 | 0,11673453 | 0,694390068 | 98,21428571 | 0,652089508 | |

Tabella 6: Valori analisi di regressione

La significatività del modello di analisi risulta molto bassa a causa della ridotta dimensione del campione oggetto di studio ma è possibile comunque trarre alcune osservazioni generali per il mercato italiano.

Per avere un quadro più puntuale della forza e della direzione delle relazioni tra le variabili si è proceduto successivamente ad effettuare una analisi di correlazione i cui risultati sono esposti nella tabella 7.

| | SESSO | ETA' | ESPERIENZA PERSONALE | LUOGO DI NASCITA | TITOLO DI STUDIO | DI | DB/AT | DL/AT | LIQ |
|----------------------|-------------|--------------|----------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|--------------|-----|
| SESSO | 1 | | | | | | | | |
| ETA' | 0,129914695 | 1 | | | | | | | |
| ESPERIENZA PERSONALE | 0,111265593 | 0,956475812 | 1 | | | | | | |
| LUOGO DI NASCITA | -0,04251952 | -0,224453935 | -0,143073376 | 1 | | | | | |
| TITOLO DI STUDIO | -0,16803361 | 0,175267254 | 0,067849691 | 0,044654428 | 1 | | | | |
| DI | 0,091122332 | 0,197675212 | 0,233856034 | -0,233128435 | 0,036354281 | 1 | | | |
| DB/AT | 0,021486924 | -0,194804472 | -0,163742668 | -0,267465825 | -0,462825343 | 0,19997398 | 1 | | |
| DL/AT | 0,001717197 | -0,389208107 | -0,337864821 | 0,132822016 | -0,057422559 | -0,265860313 | -0,206709257 | 1 | |
| LIQ | 0,216083555 | 0,02321629 | -0,009454085 | -0,077724719 | -0,076515528 | 0,233601925 | -0,13192397 | -0,175938528 | 1 |

Tabella 7: Analisi di correlazione tra le variabili

4.4 Risultati

In base ai risultati della regressione lineare le caratteristiche sociodemografiche e di istruzione dei manager risultano influenzare le decisioni di detenzione di liquidità.

Il valore di significatività generale del campione risulta pari a 0,63 e sulla base di questo valore è stato effettuato un confronto con i valori di significatività delle singole variabili indipendenti.

Ad ogni variabile è attribuito un valore di significatività in una scala a 1 a 4, con intervalli di 0,20, il valore 1 che indica la maggiore significatività, in proporzione al valore generale di significatività della regressione.

Il genere del manager in considerazione del fatto che il campione statistico è formato prevalentemente di soggetti maschili, non presenta una elevata significatività, che infatti presenta un valore di 3. Quindi il valore risulta in parte inficiato dall'eccessiva preponderanza degli uomini tra i manager delle aziende italiane. Conseguentemente non si può affermare dai dati che gli uomini come suggerisce la letteratura sul tema detengano mediamente più liquidità dei manager di sesso femminile.

Il titolo di studio risulta mediamente significativo e indicativo della propensione a detenere liquidità, con un valore di 2, pur essendo il campione fortemente omogeneo con un livello di istruzione prevalentemente alto. Risulterebbe pertanto confermata l'ipotesi che al crescere del livello di istruzione del manager corrisponda una minore presenza di liquidità.

L'età dei manager non risulta significativa in quanto il campione presenta un'età media piuttosto elevata, situazione che nel mercato italiano è fortemente diffusa con manager di età elevata e poche piccole e medie imprese con giovani a dirigere. Visti i risultati non si può affermare vi sia una relazione diretta così come descritto in letteratura, dove la giovane età del founder è inversamente proporzionale all'eccesso di liquidità. Analizzando l'esperienza personale la variabile risulta poco significativa, con un valore in scala di 3, pertanto la formazione del manager non influenza fortemente la detenzione di liquidità nelle aziende oggetto di analisi. Il valore dell'esperienza essendo direttamente ricavato dall'età del manager presenta un valore di correlazione prossimo a 1 e quindi come l'età stessa risulta scarsamente predittiva e poco significativa ai fini dell'analisi.

Il luogo di nascita, come prevedibile, in un mercato piccolo come quello italiano non risulta determinante ed il valore della variabile eccede il limite di significatività. La regione di provenienza non determina quindi in alcun modo le scelte finanziarie del manager.

Quelle finora analizzate sono le variabili sociodemografiche del campione, passando alle variabili finanziarie si evidenzia come la dimensione d'impresa risulti significativa con un valore in scala di 2, confermando l'opinione in letteratura che aziende più grandi abbiano maggiore accesso alle informazioni ed al credito, potendo così limitare l'eccesso di liquidità aziendale. Lo stesso dicasi per la presenza di debiti a lungo termine anch'essi con un valore in scala di 2, che confermano come al crescere della dimensione aziendale e della storicità, i manager possano sostituire la liquidità con forme di finanziamento più consolidate e meno volatili e più rispondenti ad investimenti di crescita a lungo termine. La variabile indipendente che risulta più significativa è quella dei debiti a breve termine con un valore in scala di 1, a conferma del fatto che le piccole e medie imprese specie nelle fasi iniziali incontrano difficoltà di accesso ai finanziamenti a lungo termine, dovendo così bilanciare sapientemente i debiti a breve termine con la presenza di liquidità con finalità precauzionali in vista di possibili difficoltà legate al rinnovo del credito derivanti dalle piccole dimensioni e dalle minori garanzie fornibili al sistema bancario.

I valori di significatività delle variabili sono contenuti nella tabella 8.

| VALORE DI SIGNIFICATIVITA' DELLA REGRESSIONE | 0,63 | |
|---|----------------------------------|--------------------|
| | Valore di significatività | Valutazione |
| SESSO | 0,44 | 3 |
| ETA' | 0,70 | 4 |
| ESPERIENZA PERSONALE | 0,50 | 3 |
| LUOGO DI NASCITA | 0,75 | 4 |
| TITOLO DI STUDIO | 0,27 | 2 |
| DI | 0,21 | 2 |
| DB/AT | 0,12 | 1 |
| DL/AT | 0,30 | 2 |
| | | |
| Scala di valutazione della significativita' | 1 | alta |
| | 2 | media |
| | 3 | bassa |
| | 4 | nessuna |

Tabella 8: Analisi dei valori di significatività delle variabili

4.5 Conclusioni

Nel capitolo viene definito il campione statistico delle PMI italiane oggetto dell'analisi attraverso la regressione lineare.

Determinati i criteri di selezione delle aziende si identifica la metodologia, e quindi tutti i valori che le variabili indipendenti assumeranno, per essere poi inseriti e analizzati nella regressione e nelle correlazioni. Non tutte le variabili assumono risultati rilevanti all'interno del campione anche a causa della scarsa numerosità del campione disponibile per l'analisi.

Le variabili indipendenti più significative sono quelle finanziarie, dimostrando la loro forte incidenza sull'eccesso di liquidità detenuto dalle aziende. Il peso delle caratteristiche del founder risulta significativamente inferiore rispetto ai fondamentali delle aziende che anche per le PMI guidano le scelte sul livello di liquidità.

5. Conclusioni

A conclusione dell'analisi si può affermare in linea con gli studi citati che le caratteristiche sociodemografiche del manager hanno sicuramente un effetto sull'eccesso di liquidità presente nelle piccole e medie imprese italiane oggetto di studio.

In una economia come quella italiana formata principalmente da PMI che operano in un mercato complesso, il ruolo del manager riveste ancora un'importanza fondamentale, influenzando con la propria esperienza e con la propria formazione la gestione economica e finanziaria dell'impresa che dirige.

Risulta invece più difficile determinare quali dei fattori sociodemografici personali e di quelli finanziari propri dell'azienda rivestano un ruolo preponderante nella detenzione di liquidità. L'alta percentuale di manager maschi alla guida delle PMI italiane rende più difficile valutarne l'impatto, così come per l'età, data la media piuttosto elevata dei manager italiani, al contrario sembra avvalorata l'ipotesi che al crescere del livello di istruzione diminuisca l'eccesso di liquidità, ancor più se associata all'esperienza.

Valutando gli elementi finanziari si evidenzia come in un mercato del credito come quello italiano dove le piccole e medie imprese incontrano spesso difficoltà di accesso e incertezza sul mantenimento delle disponibilità, la detenzione di liquidità in eccesso diviene condizione obbligata per garantire l'operatività aziendale e la sicurezza finanziaria, situazione che al crescere della dimensione aziendale con maggiore facilità di accesso al credito ed alle informazioni, permette ai manager di utilizzare forme alternative di debiti a breve termine e propendere per una sostituzione con debito a lungo più coerente con investimenti con orizzonte temporale più lontano.

Lo studio quindi pur nella complessità delle variabili analizzate sia per la loro interazione sia per la loro valutazione rispetto al mercato, evidenzia e

conferma la validità, per il campione italiano delle piccole e medie imprese oggetto di analisi, delle ipotesi alla base dell'analisi permettendo di definire il ruolo e l'influenza delle caratteristiche sociodemografiche del manager nella gestione della liquidità delle aziende guidate.

Bibliografia

- Bowinkel M. (2017), Il nuovo modello della finanza per le PMI italiane, Armando Curcio.
- Brealey, Myers, Allen, Sandri (2015), Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill, p.80.
- Cardini D. (2015), Il “family effect” sulla performance delle imprese: modelli di governance alternativi e analisi empirica di un campione di imprese., (pp. 8-14).
- Carrassi P. (2020), Metodi di finanziamento per le Piccole e Medie Imprese., (pp. 8-10).
- Carpenter, Petersen (2002), Is the growth of small firms constrained by internal finance? *The Review of Economics and Statistics*. (pp.298-309).
- Claudia Custodio e Daniel Metzger (2014), Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies, in *Journal of financial economics* n.114, (pp. 125-154).
- Corbetta G. (2011), L'impresa familiare: profili aziendalistici, XXVI Convegno di studio su L'impresa familiare: modelli e prospettive.
- Corsi C. e Migliori S. (2017), Le PMI italiane: governance, internazionalizzazione e struttura finanziaria. Profili teorici ed evidenze empiriche, Franco Angeli.
- Enkhtaivan B., Davavdorj Z. (2021), Do they recall their past? CEOs' liquidity policies across firms as they switch jobs, in *Journal of behavioral and experimental finance* n. 29.
- Gaio C., Goncalves T., e Venancio A., (2022), Cash holdings in start-ups: The role of founder sociodemographic characteristics, in *Journal of business research* n.139, (pp. 520-528).

- Gaurav G., Jitendra M., Byomakesh D., (2018), Impact of CEO's characteristics on investment decisions of Indian listed firms: Does crisis make any difference?, in *Cogent economics & finance* n. 6, (pp. 1-15).
- Giacosa E. (2016), *Fabbisogno finanziario e indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Franco Angeli.
- Irene Wei Kiong T., Noor Azlinna Binti A., Qian Long K., (2015), Upper Echelon Theory Revisited: The relationship between CEO Personal Characteristics and Financial Leverage Decision, in *Procedia – Social and Behavioral Sciences* n. 195, (pp. 686-694).
- JunHu A., e Yonggen L., (2019), CEO early life experiences and cash holding: Evidence from China's great famine, in *Pacific – basin financial journal* n. 57.
- Pinelli M., Cappa F., Franco S., & Peruffo E. (2018), Founders' competences and start-up performance: an empirical analysis.
- Raf O., e Anne-Mie R., (2013), Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs?, in *European Management Journal* n. 31, (pp. 549-563).
- Rapporto Cerved 2019.
- Rapporto Cerved 2021.
- Rufini G. (2021), *Il finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI) in Italia. Il razionamento del credito: problemi di offerta e problemi di domanda.*, (pp. 7-11).
- Seongjae M., e Seung H., (2020), The impact of CEO educational background on corporate cash holdings and value of excess cash, in *Pacific – basin financial journal* n. 61.
- Serfling M. (2012), CEO age, firm risk, and corporate policies, in *Journal of Corporate Finance* n. 25, (pp. 251-273).

- Tonon M. (2018), Il finanziamento delle PMI., (pp. 8-18).
- Voltattorni D., Bertoldi B. e De Bortoli F. (2019), Imprese familiari al passaggio dimensionale. La sfida oltre la successione in azienda, Egea.
- Yng Hao, Yuxiu Huang, Xuegang Cui, Qiang Liu e Yuwen Zhang (2021), CEO experience and corporate financing decisions: Evidence from a natural experiment in China, in China Economic Review n. 70.
- Yuji H. (2021), The impact of founders' human capital on initial capital structure: Evidence from Japan, in Technovation n.100, (pp. 1-16).