



Bocconi

Cattedra AIDAF – EY
di Strategia delle Aziende Familiari
in memoria di Alberto Falck



Università Commerciale
Luigi Bocconi

L'impatto della struttura patrimoniale e finanziaria sulle performance delle imprese

di Guido Corbetta, Mario Amore e Fabio Quarato

- I. **L'impatto della struttura patrimoniale e finanziaria su crescita e redditività delle aziende familiari**
- II. **L'impatto della struttura patrimoniale e finanziaria sugli investimenti delle aziende partecipate da un private equity**
- III. **Conclusioni e implicazioni manageriali**

L'impatto della struttura patrimoniale e finanziaria su crescita e redditività delle aziende familiari



In Italia il controllo delle aziende con fatturato superiore a 20 milioni di Euro è così distribuito

ASSETTO PROPRIETARIO	Piccole *		Medio-grandi **		Totale	
	N	%	N	%	N	%
Familiari	6.721	69,1%	5.086	61,6%	11.807	65,6%
Filiali di Imprese Estere	1.402	14,4%	1.809	21,9%	3.211	17,8%
Cooperative e Consorzi	549	5,6%	402	4,9%	951	5,3%
Coalizioni	563	5,8%	305	3,7%	868	4,8%
Statali/Enti locali	264	2,7%	335	4,1%	599	3,3%
Controllate da Private Equity (P.E.)	167	1,7%	237	2,9%	404	2,4%
Controllate da Banche / Assicurazioni	41	0,4%	69	0,8%	110	0,6%
Controllate da Fondazioni	13	0,1%	6	0,1%	19	0,1%
Public companies	7	0,1%	6	0,1%	13	0,1%
<i>Totale</i>	9.727	100,0%	8.255	100,0%	17.982	100,0%

(*) Piccole: aziende con fatturato compreso tra 20 e 50 milioni di euro alla fine del 2018 (fonte: Aida).

(**) Medio-grandi: aziende con fatturato superiore a 50 milioni di euro alla fine del 2018 (fonte: Aida).

La struttura patrimoniale e finanziaria delle imprese rappresenta da tempo uno dei temi centrali nel dibattito sul tessuto imprenditoriale del nostro Paese e non solo



Quali fattori determinano la scelta delle fonti di finanziamento?

Quali sono le conseguenze della struttura patrimoniale e finanziaria sulla crescita e sulla redditività delle imprese?

Journal of Financial Economics
Volume 5, Issue 2, November 1977, Pages 147-175

Determinants of corporate borrowing ☆

The American Economic Review

VOLUME XLVIII JUNE 1958 NUMBER THREE

THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE
AND THE THEORY OF INVESTMENT

By FRANCO MODIGLIANI AND MERTON H. MILLER*

Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have

Stewart C. Myers & Nicholas S. Majluf

Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers

Author(s): Michael C. Jensen

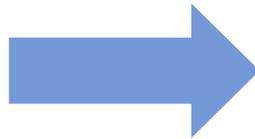
Source: *The American Economic Review*, May, 1986, Vol. 76, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1986), pp. 323-329

A partire dal lavoro di Modigliani e Miller (1958), in particolare negli anni ottanta sono state proposte varie teorie in tema di fonti di finanziamento delle imprese:

- **tradeoff theory** (Myers 1984): utilizzare debito rispetto ad equity migliora la redditività netta, ma aumenta il rischio di default. E' necessario individuare un livello ottimale
- **pecking order theory** (Myers e Majluf 1984): gli investimenti dovrebbero essere finanziati usando prima risorse interne all'azienda, poi debito ed infine nuovo equity
- **agency theory** (Jensen 1986): il flusso di cassa a servizio del debito risolve problemi di "empire building" o "overinvestment" attraverso i quali i manager di aziende grandi possono estrarre benefici privati
- **debt overhang theory** (Myers, 1977): alti livelli di debito possono scoraggiare investimenti futuri perché il valore creato dai nuovi investimenti andrà principalmente a beneficio dei creditori esistenti anziché dei nuovi azionisti. Pertanto, gli incentivi degli azionisti a perseguire nuovi progetti diminuiranno e l'azienda soffrirà di scarsa capacità di investimento.

La ricerca ha l'obiettivo di verificare se e in quale misura un **maggiore utilizzo di capitale di debito** rispetto all'equity possa in qualche misura **limitare i progetti di investimento**, arrivando a costituire un freno per lo sviluppo delle imprese italiane

Bocconi



- **Crescita dei ricavi**
- **Crescita delle immobilizzazioni**
- **Crescita dell'attivo netto**
- **ROA**
- **EBITDA margin**
- **Crescita EBITDA**

**Tutte le
imprese
italiane con
fatturato
> 20 mln €**

- Regressione su un dataset panel di circa 17.000 imprese nel periodo 2006-2018
- Due indicatori di struttura finanziaria: PFN / EQUITY e PFN / EBITDA

**Le imprese
familiari
partecipate dai
fondi di private
equity**

- Regressione su un dataset panel di 379 imprese oggetto di un deal nel periodo 2007-2018
- Modello di regressione fixed effects con metodologia Difference in Difference (DiD*)

* DiD: Tecnica di analisi econometrica che calcola l'effetto di un trattamento (cioè, una variabile esplicativa o una variabile indipendente) su un risultato (cioè, una variabile di risposta o una variabile dipendente)

Per indagare la relazione tra il livello di indebitamento di tutte le imprese italiane con fatturato > 20 mln di Euro e le performance aziendali sono stati adottati due modelli di analisi, con due obiettivi differenti:

- 1) Testare la relazione tra livello di indebitamento di un'impresa e le performance (in termini di crescita e redditività) degli anni successivi;
- 2) Testare l'effetto di un maggiore/minore utilizzo della leva finanziaria in aziende con un basso livello di indebitamento di partenza.

Esiste una relazione negativa tra il livello di indebitamento di partenza di un'impresa (misurato come PFN / EBITDA) e le performance nei 5 anni successivi

Un aumento di 1 unità del rapporto PFN / EBITDA riduce la media annua dei 5 anni successivi dei seguenti indicatori di performance delle percentuali di seguito indicate:

Variabile dipendente (media 2014-2018)	Tasso di crescita annuo dei ricavi	ROA	Tasso di crescita annuo Immobilizz. totali	EBITDA margin	Tasso di crescita annuo EBITDA	Tasso di crescita anno Attivo Netto
PFN / EBITDA 2014 *	-1,5%	-6,0%	-1,7%	-9,5%	-2,6%	-1,9%
P value **	***	***	***	***	*	***

* PFN: Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziari – Disponibilità liquide (Fonte: Aida). Sono state escluse le aziende con EBITDA negativo.

** I valori indicano alta significatività (***) se il p value è <.01, media significatività (**) se il p value è <.05, discreta significatività (*) se il p value è <.1).

E' stata eseguita una analisi di regressione con il modello OLS ed i seguenti controlli: i) età dell'azienda; 2) dimensione dell'azienda; 3) redditività (ROA). Sono inoltre state aggiunte delle dummy variables per controllare per anno, settore (considerando i primi 2 digit del codice Ateco 2007) e regione.

Esiste una relazione negativa tra il livello di indebitamento di partenza di un'impresa (misurato come PFN / EQUITY) e le performance nei 5 anni successivi

Un aumento di 1 unità del rapporto PFN / EQUITY riduce la media annua dei 5 anni successivi dei seguenti indicatori di performance delle percentuali di seguito indicate:

Variabile dipendente (media 2014-2018)	Tasso di crescita annuo dei ricavi	ROA	Tasso di crescita annuo Immobilizz. totali	EBITDA margin	Tasso di crescita annuo EBITDA	Tasso di crescita anno Attivo Netto
PFN / EQUITY 2014 *	-3,6%	-10,4%	-3,6%	-9,1%	-2,5%	-3,7%
P value **	***	***	***	***	***	***

* PFN: Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziari – Disponibilità liquide (Fonte: Aida). Sono state escluse le aziende con EQUITY negativo.

** I valori indicano alta significatività (***) se il p value è <.01, media significatività (**) se il p value è <.05, discreta significatività (*) se il p value è <.1).

E' stata eseguita una analisi di regressione con il modello OLS ed i seguenti controlli: i) età dell'azienda; 2) dimensione dell'azienda; 3) redditività (ROA). Sono inoltre state aggiunte delle dummy variables per controllare per anno, settore (considerando i primi 2 digit del codice Ateco 2007) e regione.

Le stesse analisi sono state replicate utilizzando orizzonti temporali diversi:

- i. il periodo 2010-2018: misurando il livello di indebitamento iniziale nell'anno 2010, e calcolando le medie degli indicatori di performance nel periodo 2010-2018;
- ii. il periodo 2006-2018, misurando il livello di indebitamento iniziale nell'anno 2006, e calcolando le medie degli indicatori di performance nel periodo 2006-2018

Anche su un diverso orizzonte temporale, i risultati confermano che le aziende con un tasso di indebitamento più elevato presentano livelli di crescita e redditività inferiori negli anni successivi rispetto ad aziende con un indebitamento meno elevato.

I risultati si confermano attraverso due ulteriori analisi:

1. confrontando le aziende con un livello di indebitamento di partenza sopra e sotto la mediana *
2. confrontando le aziende con un livello di indebitamento di partenza alto (valori compresi nel primo quartile) e basso (valori compresi nel quarto quartile) **

Le aziende con un livello di indebitamento più elevato (con valori superiori alla mediana e nell'ultimo quartile degli indicatori PFN/EBITDA e PFN/EQUITY) sono quelle che mostrano una correlazione negativa più forte con le misure di performance dei 5 anni successivi

** La mediana del rapporto PFN / EBITDA nel 2014 è pari a 1,24 (la media è pari a 2,53). Escludendo le aziende con PFN negativa, la mediana è pari a 3,5 (e la media è pari a 7,0). La mediana del rapporto PFN / EQUITY nel 2014 è pari a 0,33 (la media è pari a 0,91). Escludendo le aziende con PFN negativa, la mediana è pari a 1 (e la media è pari a 4,62).*

*** I valori del primo e del quarto quartile del rapporto PFN / EBITDA nel 2014 sono pari rispettivamente a -0,33 e 4,56. Escludendo le aziende con PFN negativa, i valori sono pari rispettivamente a 1,48 e 6,63. I valori del primo e del quarto quartile del rapporto PFN / EQUITY nel 2014 sono pari rispettivamente a 0 e 1,40. Escludendo le aziende con PFN negativa, i valori sono pari rispettivamente a 0,42 e 2,22.*

Nelle aziende con un basso livello di indebitamento di partenza (inferiore alla mediana), un incremento del livello di indebitamento di un'azienda ha un impatto negativo sulle performance

Un aumento di 1 unità del rapporto PFN / EBITDA riduce la media annua dei 5 anni successivi dei seguenti indicatori di performance delle percentuali di seguito indicate:

Variabile dipendente (periodo 2014-2018)	Tasso di crescita annuo dei ricavi	ROA	Tasso di crescita annuo Immobilizz. totali	EBITDA margin	Tasso di crescita annuo EBITDA
Tasso di crescita del rapporto PFN / EBITDA *	-2,5%	-1,9%	-3,1%	-0,3%	-0,2%
P value **	***	***	**	***	***

* PFN: Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziari – Disponibilità liquide (Fonte: Aida). Sono state escluse le aziende con EBITDA negativo.

** I valori indicano alta significatività (***) se il p value è <.01, media significatività (**) se il p value è <.05, discreta significatività (*) se il p value è <.1).

E' stata eseguita una analisi di regressione con fixed effects per impresa ed i seguenti controlli: i) età dell'azienda; 2) dimensione dell'azienda; 3) redditività (ROA). Sono inoltre state aggiunte le year dummies.

Nel secondo modello di analisi:

- sono state considerate esclusivamente le aziende con un livello di indebitamento di partenza (nel 2014) inferiore alla mediana;
- è stata svolta una analisi panel con firm fixed effects e standard errors clusterizzati per impresa. Tale modello permette di stimare i cambiamenti intervenuti nel corso del tempo all'interno della stessa impresa al netto di effetti esterni (es: settore di riferimento, localizzazione geografica, ecc).

Il risultato viene confermato anche utilizzando:

- un lasso temporale differente: il 2010-2018 e il 2006-2018;
- un indicatore del livello di indebitamento differente: il rapporto PFN / PN
- un differente modello di regressione: cross-sectional (con variabili calcolate usando la media del periodo preso in considerazione)

E' possibile affermare che un incremento del livello di indebitamento è associato a performance inferiori negli anni successivi, anche per le aziende con un basso livello di indebitamento di partenza,

Ulteriori analisi sulle aziende con un livello di indebitamento di partenza più elevato (superiore alla mediana) indicano inoltre che un incremento del debito è associato ad un effetto negativo più accentuato sulle performance.

E' possibile pertanto concludere che un incremento del livello di indebitamento ha un impatto tanto più negativo sugli indicatori di crescita e redditività quanto più elevato è il livello di indebitamento di partenza.

L'impatto della struttura patrimoniale e finanziaria sugli investimenti delle aziende partecipate da un private equity



Orizzonte temporale: tutti i deal avvenuti nel periodo 2007-2018, con analisi a partire dai 3 anni pre-deal (es: 2004-2005-2006 per i deal avvenuti nel 2007).

Aziende target: aziende a controllo familiare con fatturato superiore a 20 milioni di euro.

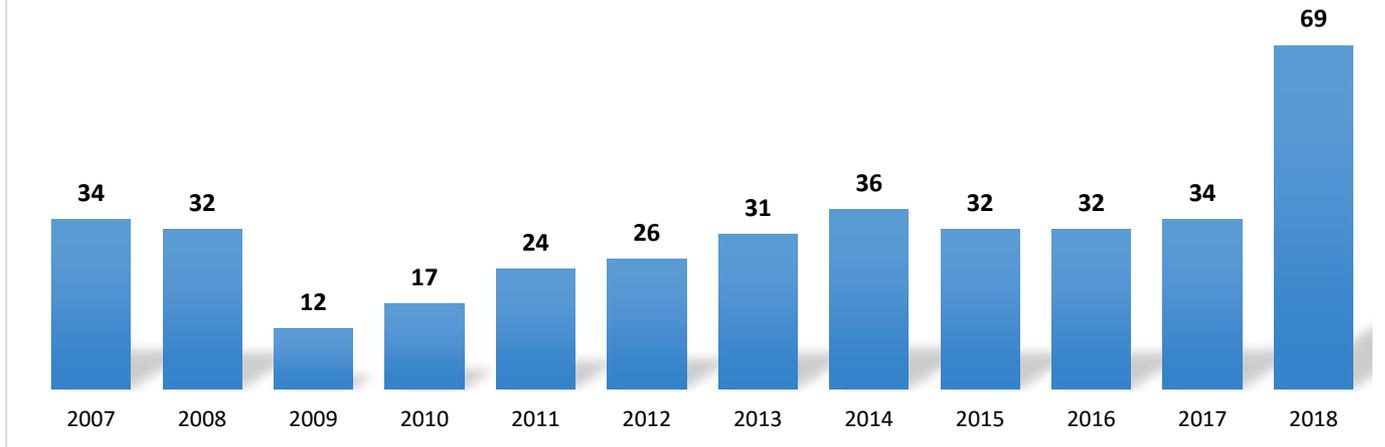
Fonte dei dati: Zephyr e Merger Market per l'estrazione di partenza, report Private Equity Monitor (PEM) e fonti di stampa per controlli e affinamenti.

Numero deal: 379 operazioni di private equity che hanno riguardato 328 aziende (incluso le operazioni "add-on"), includendo sia le operazioni di maggioranza (185) che quelle di minoranza (194)

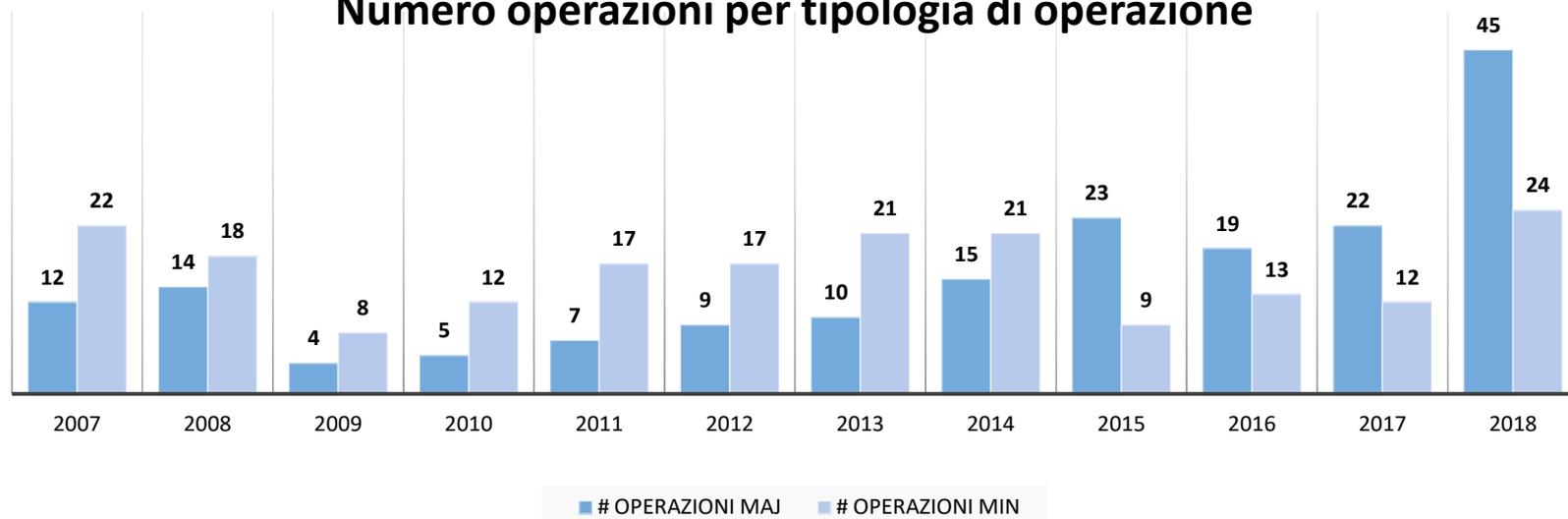
Indicatori raccolti: Le principali variabili finanziarie (fonte Aida):

- i) Principali indicatori di C.E.
- ii) Principali indicatori di S.P.
- iii) Principali indicatori di bilancio

Numero operazioni per anno



Numero operazioni per tipologia di operazione



L'effetto positivo sul tasso di crescita delle immobilizzazioni relativo all'intervento di un fondo di private equity si riduce del 12% in seguito ad un aumento del rapporto PFN / EBITDA di 1 punto (e del 26% in seguito all'incremento di 1 punto del rapporto PFN / EQUITY)

Bocconi

- "0" nei 3 anni pre-deal
- "1" durante gli anni dell'holding period

Analisi di moderazione che permette di stimare l'effetto della struttura finanziaria imputabile al cambio di proprietà nell'azienda target

Variabile dipendente:	(1)	(2)
Crescita immobilizzazioni totali T+1		
Dummy PE	0.952*** (0.2302)	0.9572*** (0.2344)
PFN / EQUITY *	0.0302 (0.0885)	
PFN / EBITDA **		0.0837 (0.0509)
Dummy PE * PFN / EQUITY	-0.2640** (0.1371)	
Dummy PE * PFN / EBITDA		-0.1196*** (0.0520)
Year dummies	Y	Y
S.D. clusterizzati per impresa	Y	Y
Observations	1,896	1,915
R-squared	0.2184	0.2172

•PFN: Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziari – Disponibilità liquide (Fonte: Aida). Sono state escluse le aziende con EQUITY negativo dal calcolo del rapporto PFN / EQUITY e con EBITDA negativo dal calcolo del rapporto PFN / EBITDA.

I valori indicano alta significatività (***) se il p value è <.01, media significatività (**) se il p value è <.05, discreta significatività (*) se il p value è <.1).

I risultati che emergono dal modello di analisi mostrano che:

- l'ingresso di un fondo di private equity ha un impatto positivo sul tasso di crescita delle immobilizzazioni;
- all'aumentare del livello di indebitamento dell'azienda target, l'impatto positivo dei fondi di private equity sulla crescita delle immobilizzazioni si riduce.

E' possibile affermare che i fondi di private equity hanno un impatto tanto maggiore sulla crescita delle immobilizzazioni di un'azienda quanto minore è il livello di debito iniziale dell'azienda target

Tale effetto risulta più accentuato nelle operazioni di maggioranza

Bocconi

Conclusioni e implicazioni manageriali



I risultati del presente studio indicano che, a prescindere dalla dimensione o dal settore, un incremento del livello di indebitamento comporta performance inferiori in termini di:

Crescita dimensionale
<ul style="list-style-type: none">• Ricavi di vendita• Totale Attivo netto• Totale immobilizzazioni

Redditività
<ul style="list-style-type: none">• ROA• EBITDA margin• Crescita EBITDA

Tale effetto è tanto più forte quanto maggiore è il livello di indebitamento di partenza

I risultati che emergono dal presente studio sono coerenti con altre evidenze empiriche che hanno analizzato l'impatto della struttura patrimoniale e finanziaria sulle performance aziendali:

- **Lang et al. (1996)**: associazione negativa tra debito e misure di crescita (Capex o crescita del numero dei dipendenti);
- **Cai e Zhang (2011)**: il livello del debito é negativamente associato con il valore di borsa dell'azienda;
- **Giroud e Mueller (2016)**: alti livelli di debito pre-crisi hanno indotto una minore capacità di crescita (in termini di numero di dipendenti) durante il periodo di crisi dal 2007 al 2009
- **Popov et al. (2018)**: conferma l'esistenza dell'associazione negativa tra debito e investimento – seppur la relazione tende a diminuire per aziende con un alto potenziale di crescita;
- **Kalemli-Ozcan et al. (2020)**: effetto negativo del debito sugli investimenti subito dopo la crisi del Covid-19



Per le imprese: sviluppare una cultura dell'equity per vincere la sfida della crescita dimensionale

- Una cultura dell'equity è collegata a scelte di apertura del capitale, a scelte di distribuzione di dividendi, a scelte di governance e di gestione aziendale
- Le aziende con una struttura finanziaria più solida sono quelle in grado di conseguire una crescita profittevole più elevata nel medio-lungo periodo

Per gli operatori di private equity: effettuare scelte di struttura finanziaria delle aziende target più orientate all'utilizzo di capitale di rischio

- Gli operatori di private equity hanno un ruolo fondamentale nel sostenere il processo di crescita delle aziende italiane
- La spinta alla crescita è amplificata se l'ingresso di un fondo di private equity avviene apportando capitale di rischio e minimizzando l'utilizzo della leva finanziaria
- E' ragionevole ritenere che nei prossimi anni - a causa dello scoppio della pandemia Covid-19 - gli operatori di private equity potranno avere sempre più un ruolo complementare al tradizionale canale bancario

Bocconi

Appendice



Variabile dipendente (media 2014-2018)	Tasso di crescita annuo dei ricavi	ROA	Tasso di crescita annuo Immobilizz. totali	EBITDA margin	Tasso di crescita annuo EBITDA	Tasso di crescita anno Attivo Netto
PFN / EBITDA 2014 *	-0.139*** (0.001)	-0.329*** (0.000)	-0.224*** (0.000)	-0.073*** (0.000)	-0.258* (0.092)	-0.156*** (0.000)
Età dell'azienda 2014	-0.041*** (0.000)	0.122* (0.051)	-0.046*** (0.000)	-0.017 (0.804)	-0.024*** (0.002)	-0.030*** (0.000)
Dimensione dell'azienda (Attivo Netto 2014)	-0.017*** (0.000)	-0.645*** (0.000)	-0.032*** (0.000)	1.910*** (0.000)	-0.030*** (0.000)	-0.024*** (0.000)
ROA 2014	0.001*** (0.005)		0.006*** (0.000)	0.507*** (0.000)	0.003*** (0.002)	0.004*** (0.000)
Costante	0.305*** (0.000)	23.967*** (0.000)	0.959*** (0.005)	-27.342*** (0.000)	0.524*** (0.000)	0.371*** (0.000)
Observations	12,227	12,371	12,229	12,185	12,245	12,235
R-squared	0.102	0.163	0.066	0.431	0.023	0.157
Robust S.E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Region dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

* PFN: Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziari – Disponibilità liquide (Fonte: Aida). Sono state escluse le aziende con EBITDA negativo.

Variabile dipendente (media 2014-2018)	Tasso di crescita annuo dei ricavi	ROA	Tasso di crescita annuo Immobilizz. totali	EBITDA margin	Tasso di crescita annuo EBITDA	Tasso di crescita anno Attivo Netto
PFN / EQUITY 2014 *	-0.343*** (0.000)	-0.561*** (0.000)	-0.477*** (0.001)	-0.070*** (0.010)	-0.241 (0.389)	-0.317*** (0.000)
Età dell'azienda 2014	-0.042*** (0.000)	0.087 (0.189)	-0.045*** (0.000)	-0.048 (0.477)	-0.025*** (0.002)	-0.029*** (0.000)
Dimensione dell'azienda (Attivo Netto 2014)	-0.017*** (0.000)	-0.717*** (0.000)	-0.033*** (0.000)	1.741*** (0.000)	-0.029*** (0.000)	-0.024*** (0.000)
ROA 2014	0.001*** (0.002)		0.006*** (0.000)	0.530*** (0.000)	0.010*** (0.000)	0.004*** (0.000)
Costante	0.284*** (0.000)	24.570*** (0.000)	0.981*** (0.004)	-25.230*** (0.000)	0.391*** (0.003)	0.337*** (0.000)
Observations	12,792	12,988	12,799	12,757	12,813	12,804
R-squared	0.088	0.110	0.063	0.435	0.033	0.153
Robust S.E.	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Region dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

* PFN: Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziari – Disponibilità liquide (Fonte: Aida). Sono state escluse le aziende con EQUITY negativo.

Variabile dipendente (periodo 2014-2018)	Tasso di crescita annuo dei ricavi	ROA	Tasso di crescita annuo Immobilizz. totali	EBITDA margin	Tasso di crescita annuo EBITDA
Tasso di crescita del rapporto PFN / EBITDA *	-0.24***	-0.11***	-0.43**	-0.03***	-0.03***
	(0.004)	(0.000)	(0.025)	(0.000)	(0.000)
Età dell'azienda	-0.645***	-0.301	-0.399***	0.155	-0.779***
	(0.000)	(0.500)	(0.000)	(0.577)	(0.000)
Dimensione dell'azienda (Attivo Netto)	0.164***	-1.625***	0.245***	1.958***	0.309***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
ROA	0.009***		-0.003*	0.506***	0.066***
	(0.000)		(0.056)	(0.000)	(0.000)
Costante	0.304	26.700***	-1.158*	-15.565***	-1.172**
	(0.239)	(0.000)	(0.059)	(0.000)	(0.035)
Observations	24,711	25,034	24,448	24,752	24,871
S.E. clusterizzati per azienda	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

* PFN: Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziari – Disponibilità liquide (Fonte: Aida). Sono state escluse le aziende con EBITDA negativo.

Il modello di analisi sulle operazioni di private equity

Modello di regressione: analisi panel con firm fixed effects e standard errors clusterizzati per impresa. Per ridurre i problemi di endogeneity, si è testato il livello del debito al tempo t sulle performance al tempo t+1.

- “0” nei 3 anni pre-deal
- “1” durante gli anni dell’holding period

Analisi di moderazione che permette di stimare l’effetto della struttura finanziaria imputabile al cambio di proprietà nell’azienda target

Variabile dipendente:	(1)	(2)
Crescita immobilizzazioni totali T+1		
Dummy PE	0.952*** (0.2302)	0.9572*** (0.2344)
PFN / EQUITY *	0.0302 (0.0885)	
PFN / EBITDA		0.0837 (0.0509)
Dummy PE * PFN / EQUITY	-0.2640** (0.1371)	
Dummy PE * PFN / EBITDA		-0.1196*** (0.0520)
Ln Età dell’azienda	0.2278 (0.3535)	0.1279** (0.3593)
Ln Totale Attivo	-1.6914*** (0.2800)	-1.6172*** (0.2820)
Constant	18.5224*** (3.5251)	17.9048*** (3.5244)
Year dummies	Y	Y
S.D. clusterizzati per impresa	Y	Y
Observations	1,896	1,915
R-squared	0.2184	0.2172

* PFN: Debiti verso banche + Debiti verso altri finanziari – Disponibilità liquide (Fonte: Aida). Sono state escluse le aziende con PN negativo.

Robust standard errors in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Bocconi

Nota metodologica



Sono state considerate familiari:

- Le società controllate almeno al 50% (+1) da una o due famiglie (se non quotate);
- Le società controllate al 25% da una o due famiglie (se quotate);
- Le società controllate da un'entità giuridica riconducibile ad una delle due situazioni sopra descritte.

In caso di gruppi monobusiness:

Sono state considerate le società controllanti nei seguenti casi:

- i) la società controllante è una pura finanziaria di partecipazioni;
- ii) esiste una sola controllata operativa con ricavi superiori a 20 Mio €);
- iii) il perimetro di consolidamento della controllante coincide sostanzialmente con le dimensioni della principale controllata.

Sono state escluse tutte le società controllate, sia di primo livello che dei livelli successivi.

In caso di gruppi multibusiness:

- Sono state escluse le controllanti - capogruppo (spesso società finanziarie).
- Sono state incluse le società controllate (operative) al secondo livello della catena di controllo.
- Sono state incluse le società finanziarie di partecipazioni di secondo livello (sub-holding, individuate come tali mediante il codice ATECO 2007) soltanto nelle seguenti circostanze:
 - i) le società da queste controllate con oltre il 50% e con fatturato superiore ai € 20 mln svolgono attività tra loro simili;
 - ii) vi è una sola società controllata con oltre il 50% e con fatturato superiore ai € 20 mln.
- Sono state escluse anche le società controllate al terzo livello e successivi della catena di controllo poiché le informazioni risultano in larga parte contenute nel bilancio consolidato delle controllanti di secondo livello, incluse nella lista secondo i criteri di cui sopra.

La raccolta di dati ed informazioni su azionariato, organi di governo e leader aziendali delle aziende familiari è avvenuta tramite la codifica di quanto contenuto nelle “visure camerali storiche” e negli “assetti proprietari” delle aziende considerate (fonte: Camera di Commercio, Industria, Agricoltura ed Artigianato di Milano).

Per questo motivo, è stato necessario effettuare alcune scelte metodologiche:

- la familiarità di tutti i membri del Consiglio di Amministrazione è stata rilevata per affinità di cognome con quello dei proprietari. I dati sulla familiarità potrebbero dunque risultare lievemente sottostimati;
- l'unica eccezione per non sottostimare i dati è stata possibile per il coniuge dei soggetti di cui sopra, considerato familiare nel caso in cui è stato rilevato il medesimo indirizzo di residenza;
- Le stesse scelte metodologiche sono state effettuate per l'appartenenza alla famiglia di controllo dei soggetti detentori di quote del capitale sociale.