

# Il finanziamento tramite capitale di debito: un'indagine su PMI e micro imprese italiane

Annalisa Caruso<sup>♦</sup>

## Abstact

L'oggetto del presente lavoro riguarda una verifica empirica sullo stato dell'arte del rapporto banca-piccola impresa in Italia nell'ottica di quel filone noto in letteratura come *relationship lending*; l'indagine verte su un *survey* avente per oggetto un campione di PMI alle quali è stato sottoposto un questionario ad hoc.

Attraverso la costituzione di un dataset originale, l'obiettivo dell'analisi è cogliere eventuali differenze tra le imprese che si contraddistinguono per diversi profili di relazioni bancarie; a tal fine, il questionario è stato incentrato sia sulle principali variabili caratterizzanti tali relazioni (quali il ricorso al mono o al multiaffidamento, il rapporto con la banca principale in termini di rilevanza, durata e prossimità territoriale, l'eventuale presenza di razionamento del credito, il cambio della banca principale, il ricorso a finanziamenti agevolati e l'importanza del debito bancario nella struttura finanziaria), che sul grado di conoscenza e/o utilizzo di alcuni servizi di corporate banking relativi al finanziamento tramite debito (emissioni obbligazionarie, utilizzo di fidi, aperture di credito, mutui, sconto di effetti, leasing).

---

<sup>♦</sup> Dottore di Ricerca in Mercati e Intermediari finanziari presso il Dipartimento di Scienze Aziendali della Facoltà di Economia dell'Università di Bologna.

Si ringraziano per il supporto e gli utili suggerimenti il Prof. Corigliano, il Prof. Cenni, il Prof. Torluccio e il Prof. Franchini, nonché il Centro Studi per la Ricerca sul Credito e la Finanza (CREDIF) per averci messo a disposizione le strutture informatiche necessarie all'invio dei questionari, nonché le 820 imprese partecipanti al *survey* per la preziosa collaborazione. Per la predisposizione del questionario si ringrazia il Dott. Palmucci e la Dott.ssa Zambelli.

## 1. Introduzione

Il presente lavoro è incentrato sul finanziamento a titolo di capitale di debito e sulla verifica dei fondamenti empirici del *relationship lending* tramite un *survey* sottoposto ad un campione di PMI e micro imprese italiane.

Prendendo spunto dall'osservazione della peculiarità del sistema produttivo italiano, caratterizzato come noto in prevalenza da piccole e medie imprese (attualmente oltre quattro milioni, contribuendo al PIL per oltre il 70% del totale) - che continuano a rimanere di dimensioni contenute - a cui si affiancano poi poche grandi imprese, per lo più a conduzione familiare, di dimensione comunque relativamente modesta rispetto a quelle di altri Paesi europei, l'obiettivo del lavoro è quello di indagare lo stato dell'arte del rapporto banca impresa in Italia e analizzare il finanziamento a titolo di capitale di debito da parte delle piccole imprese italiane.

Il fenomeno in oggetto è particolarmente rilevante nel nostro Paese, dove la letteratura è concorde nel concludere che tra la gamma dei servizi di finanziamento utilizzati dalle imprese, soprattutto se di piccole dimensioni, il credito bancario rappresenta lo strumento più utilizzato<sup>1</sup>.

Nel presente lavoro, ci concentreremo sia sulla problematica del cambiamento della banca di riferimento, allo scopo di mettere in evidenza il motivo per cui le imprese del nostro campione hanno dichiarato di aver cambiato la *main bank* nel triennio 2003/2005, sia sul problema del razionamento del credito subito dall'impresa all'atto della richiesta di una maggiore disponibilità di fondi: in questo caso, ci chiediamo da quali variabili è stato maggiormente influenzato il rifiuto di tale maggior credito. In un secondo momento, osserveremo quali sono le determinanti del multiaffidamento nel nostro campione di PMI, facendo riferimento in particolare alla relazione che esiste tra tale numero e la tipologia di servizi bancari richiesti e utilizzati dall'impresa. Infine, analizzeremo il legame esistente tra numero di relazioni bancarie e performance, allo scopo di osservare se il multiaffidamento favorisce o indebolisce le performance aziendali.

## 2. Review della letteratura

In un ambito dove l'accesso ai mercati rappresenta una strada non percorribile per molte PMI, sono evidenti i vantaggi di una relazione stabile e duratura tra banca e impresa affidata nell'ottica del fenomeno del *relationship lending*, all'interno del quale si inserisce la presente indagine.

In virtù della funzione di produzione di informazione e riduzione delle asimmetrie informative posta in essere dalla banche, tale filone di analisi (De Young *et al* 2004) riconosce che le banche sfruttano la *soft information* accumulata nel tempo per ridurre l'opacità informativa, diversamente non eliminabile con relazioni occasionali di tipo *transactional*, che caratterizza le imprese di minori dimensioni (Petersen e Rajan 1994; Berger e Udell 1995). Con il termine *relationship banking* ci si riferisce dunque ad una situazione in cui (Berger 1999; Boot 2000) la banca raccoglie informazioni private (*soft information*), oltre a quelle pubblicamente disponibili (*hard information*), che comprendono informazioni di tipo quantitativo, dati, statistiche, bilanci, garanzie. L'*hard information* può essere facilmente comparata, mentre quella

---

<sup>1</sup> Cenni, Salotti (2006); Forestieri e Tirri 2003; Di Majo *et al* 2005, Gobbi 2005.

di tipo soft si concentra sulle relazioni di lungo periodo che si instaurano tra il soggetto che viene affidato e la comunità in cui opera, tra l'affidato e il *loan officer*, tra l'affidato e i suoi clienti e fornitori. Si tratta di un tipo di informazioni di tipo qualitativo, basato sull'esperienza, che non può essere facilmente osservato, verificato o trasmesso da individui diversi rispetto a quelli che sono direttamente coinvolti nella relazione; sull'importanza di tali informazioni cfr. Cole *et al* (2004). Tali informazioni (di natura confidenziale) sono raccolte attraverso un rapporto continuativo con il cliente, spesso attraverso l'erogazione di molteplici servizi. Numerosi sono poi gli studi teorici che hanno sottolineato la superiorità di questa forma di relazione rispetto a quella più frammentaria *transaction-based*, dove al contrario il rapporto tra la banca e l'impresa è limitato alla singola operazione. La letteratura sulle asimmetrie informative, da Leland e Pyle (1977) in poi<sup>2</sup>, individua dunque la ragione dell'esistenza degli intermediari finanziari nel loro vantaggio comparato nella produzione e raccolta di informazioni sulle imprese richiedenti fondi. La banca (in particolare quella locale) grazie alla sua capacità di instaurare con l'impresa un lungo rapporto di clientela fiduciario, può giocare un ruolo centrale nella riduzione delle asimmetrie, in particolare per le imprese di minori dimensioni, caratterizzate da una maggiore opacità informativa e da elementi strutturali che rendono per loro eccessivamente costoso o addirittura impossibile il finanziamento sui mercati finanziari o presso intermediari di grandi dimensioni.

### 2.1 Vantaggi e svantaggi del *relationship lending*

L'adozione di un approccio *relationship based* tra banca e impresa presenta numerosi e importanti vantaggi, oggetto di un ampio numero di studi in letteratura, applicati a numerosi contesti sia con riferimento all'esperienza americana che europea e italiana. Quelli più rilevanti risiedono nel ripetuto scambio di informazioni private e riservate tra la banca e l'impresa affidata (Corigliano, 1991). La disponibilità di informazioni riservate è utile alla banca non solo in ipotesi di asimmetria informativa ex-ante, ma anche di asimmetria ex-post, dopo che il contratto di prestito è stato stipulato: ottenere queste informazioni consente infatti alla banca di ridurre il rischio di comportamenti opportunistici da parte del cliente finanziato.

Tale scambio di informazioni favorisce lo svolgimento stesso del rapporto creditizio in diverse modalità:

- facilita la comprensione dell'effettivo profilo di *rischio* dell'impresa, con effetti positivi sia sul costo del finanziamento sia in termini di adattamento all'andamento prospettico dei *cashflow*. Viene, così, ridotto il fenomeno di *adverse selection*;
- aumentando la disponibilità di credito alle imprese nei momenti di maggiore fabbisogno (riduzione di *credit rationing*);
- “sostenendo” l'impresa (in termini di condizioni di onerosità del credito) in caso di difficoltà finanziarie transitorie (Elsas-Krahn 1998);
- fornendo maggiore *flessibilità* nel rapporto, sia in termini di maggiori possibilità di rinegoziare i termini del credito che di modificare la forma tecnica dell'affidamento.
- miglioramento della *reputazione* dell'impresa quando gli operatori percepiscono

<sup>2</sup> Cfr. Myers e Majluf 1984; Diamond 1984; Stiglitz e Weiss 1981; Ross 1977; Townsend 1979.

che essa è collegata da rapporti di lungo periodo con intermediari di prestigio;

- riduzione per la banca dei costi di *screening* e *monitoring*, (Pozzolo 2004);

D'altro canto, associati al relationship lending ci sono anche numerosi svantaggi, riassumibili ne:

- il cosiddetto *soft budget constraint*; ossia la situazione in cui l'impresa "cattura" la banca "costringendola" alla concessione di ulteriori finanziamenti anche quando non sarebbe ottimale farlo. L'eccesso di credito per progetti rischiosi comporta una diminuzione in termini di efficienza del sistema finanziario nel suo complesso, dovuta ad una cattiva allocazione delle risorse tra i vari soggetti da finanziare (Bolton e Scharfstein 1996; Dewatripoint e Maskin 1995);
- il cosiddetto *hold up problem*; in questo caso, è la banca che potenzialmente "cattura" l'impresa. Durante la relazione stabile e duratura, infatti, l'impresa conferisce una sorta di monopolio informativo alla banca. Essa, consapevole della stretta natura del rapporto, sarebbe in grado dunque di sfruttare la sua situazione di vantaggio imponendo, ex-post, tassi d'interesse più elevati o condizioni più onerose alle imprese (Greenbaum *et al.* 1989; Sharpe 1990; Rajan 1992).

## 2.2 Multiaffidamento e razionamento

Una possibile soluzione al problema dell'*hold up* potrebbe essere per un'impresa quella di stabilire più di una relazione bancaria (multiaffidamento).

La teoria (affermando la superiorità della banca rispetto ad altri intermediari grazie alla possibilità di proporre contratti di finanziamento più convenienti), suggerisce all'impresa di finanziarsi presso un'unica banca per evitare duplicazioni di costo; essa trova riscontro nella realtà quando il rischio di *hold up* è concreto e quindi l'unicità del rapporto può essere inopportuna. Von Thadden (1995) sostiene che una "stretta relazione" con due banche determinerebbe competizione tra gli intermediari e quindi ridurrebbe il rischio di aumento dei tassi di interesse. Dello stesso avviso Forestieri e Tirri (2003) secondo i quali il legame finanziario con più banche, oltre ad essere un buon strumento di limite alla minaccia di *hold up*, determina la riduzione dei tassi di interesse e delle garanzie richieste. D'Auria *et al* (1999) riscontrano che in Italia il pluriaffidamento riduce il costo del debito.

Altri autori (Detragiache, Garella e Guiso, 1997; Cosci e Meliciani, 2005; De Bodt *et al* 2005) evidenziano che il multiaffidamento sia frutto di una consapevole scelta delle imprese al fine di aumentare la propria capacità di indebitamento.

Secondo altri (Guelpa e Tirri, 2006; Bonaccorsi di Patti *et al* 2005), invece, il relationship lending dovrebbe ridurre la probabilità di razionamento del credito, anche se non mancano rilevazioni contrarie (Berger e Udell, 1996; Cardone, Casasola, Samartin 2005).

### 3. Descrizione del campione e metodologia di analisi

L'indagine in oggetto, come altre indagini precedentemente svolte in letteratura<sup>3</sup>, è basata su un questionario somministrato a imprese italiane di micro, piccole e medie dimensioni<sup>4</sup>.

I nominativi delle imprese a cui somministrare il questionario sono stati tratti dalla Banca dati Aida BVDEP, contenente informazioni finanziarie, anagrafiche e contabili su circa 500.000 società di capitali italiane. Le seguenti sono le condizioni che le imprese dovevano rispettare per entrare a far parte del campione di potenziali rispondenti:

- o numero di dipendenti inferiore a 500;
- o ultimo bilancio disponibile: 31/12/2005, e disponibilità fino al 2002, per assicurarsi anche che l'azienda fosse attiva nel momento della somministrazione del questionario;
- o appartenenza a tutti i settori di attività tranne quelli finanziari e assicurativi;
- o possesso di un indirizzo e-mail per la somministrazione del questionario, al quale le imprese potevano rispondere utilizzando canali quali compilazione on-line, restituzione del questionario via posta ordinaria o fax.

Il questionario somministrato è stato strutturato in tre sezioni, nelle quali rispettivamente si indaga:

- i) il rapporto con la banca (numero di banche con cui l'impresa opera, localizzazione della banca principale, durata del rapporto con la *main bank*, i cambiamenti avvenuti nel rapporto con tale banca nel passato triennio), le caratteristiche dei finanziamenti delle PMI a titolo di debito (utilizzo del leasing, razionamento, ricorso a finanziamenti agevolati) e l'influenza esercitata da alcune figure professionali (direttore finanziario, commercialista, banca, consulente finanziario) nelle decisioni di finanziamento;
- ii) la struttura proprietaria, l'avvenuta apertura del capitale verso terzi e la disponibilità futura a finanziarsi tramite capitale di rischio, la forma contrattuale di apertura del capitale ritenuta più adatta<sup>5</sup>;
- iii) l'utilizzo di un ampio ventaglio di servizi di corporate banking che le banche offrono o potrebbero offrire alle PMI, rilevando per ogni servizio se c'è stato in passato l'utilizzo una tantum o continuato.

Ottenute le risposte, il database è stato arricchito con i dati di fonte AIDA, il che ci ha consentito di avere a disposizione i dati contabili fino al 2002.

#### 3.1 La descrizione del campione

Le imprese che hanno risposto al questionario sono state 820; a fronte di un invio del questionario a 20.000 imprese, il tasso di risposta (anche se è possibile calcolarne solo una stima, in quanto il mezzo utilizzato non consente di accertare il tasso di risposta effettivo, non tenendo conto dell'effettivo ricevimento del questionario da

---

<sup>3</sup> Per altri survey cfr. Capitalia 2002, 2003, 2005; Cambridge Centre for Business Research, SME Dataset, 1991, 1997, 2002.

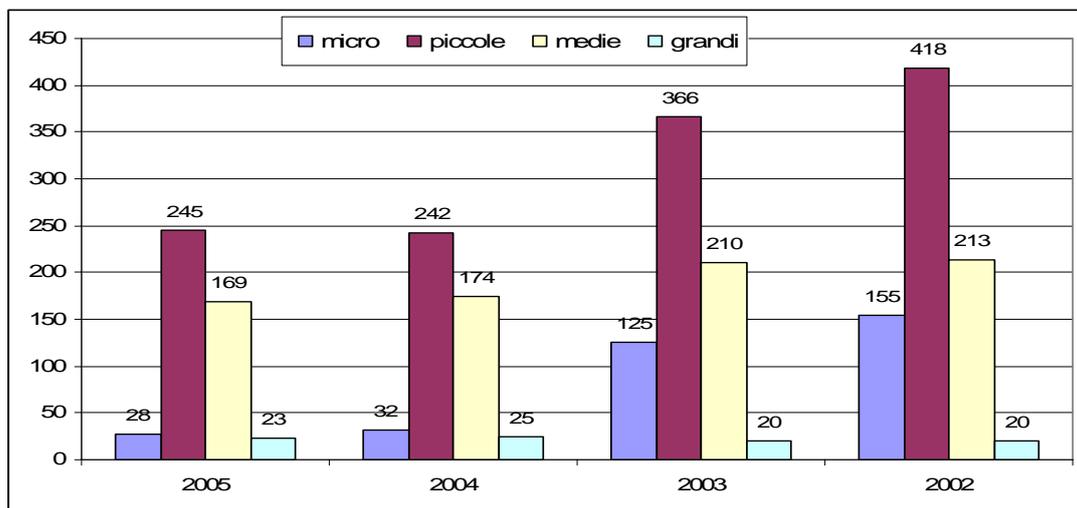
<sup>4</sup> Sulla definizione di queste categorie di imprese cfr. la Raccomandazione Comunitaria (Raccomandazione CE 2003/362) a cui si rinvia.

<sup>5</sup> Per i risultati delle sezioni II e III cfr. Caruso, Palmucci, Zambelli 2006.

parte dei destinatari) è dunque del 4% circa<sup>6</sup>. La somministrazione del questionario è avvenuta nel periodo luglio-settembre 2006.

Suddividendo il campione secondo le indicazioni della Commissione Europea si ottiene la classificazione in figura 1, dove la percentuale di PMI e micro-imprese presenti nel campione è pari al 96%.

**Fig. 1**–Distribuzione dei rispondenti



Fonte: nostre elaborazioni.

Nel periodo di riferimento i missing relativi al numero di dipendenti delle sottocategorie di imprese sono alquanto numerosi: 2% (2002); 12% (2003); 42% (2004); 43% (2005).

I rispondenti si possono suddividere sulla base della loro ripartizione geografica in 5 gruppi: il 41,6% dei rispondenti ha la sede principale nel Nord-Est, il 31% nel Nord-Ovest, il 16% nell'Italia Centrale, l'8% nell'Italia meridionale, il 3,4% nelle Isole. Per quanto riguarda il settore di attività, sulla base del codice Ateco è possibile suddividere le imprese in 5 categorie: l'industria (67% del totale), seguito dal commercio (21%), e dai servizi (9%). Marginali sono le imprese appartenenti al settore agricoltura (2%) e costruzioni (1%).

Il 62,1% sono s.r.l., il 33,2% sono s.p.a., il 2,7% sono s.r.l. a unico socio, il 2% sono s.c.a.r.l. Sotto il profilo dell'età delle imprese, si può osservare che, a fronte di una età media di 27 anni, il 25% abbia più di 35 anni. Il 50% delle imprese ha una età superiore a 24 anni, per cui il campione risulta particolarmente ricco di imprese mature. Solo poco più del 2% ha meno di 5 anni, il 14% ne ha meno di 10.

Nel campione, inoltre, il rapporto medio di indebitamento al 2005 (2002) è di 0,64 (0,67); sotto la soglia del valore di 0,5 ci sono solo il 23,5% delle imprese, mentre il 37% circa ha un rapporto di indebitamento maggiore di 0,75. Le imprese del campione presentano dunque livelli di indebitamento piuttosto elevati.

In tabella 1 abbiamo suddiviso i rispondenti in 4 classi sulla base di variabili quali il fatturato, il numero dei dipendenti e il totale attivo con riferimento a due anni, il 2002 e il 2005. I dati mostrano, considerando la distribuzione delle imprese nel 2005, che la dimensione media delle imprese è aumentata, secondo tutte e tre le variabili

<sup>6</sup> Sui problemi metodologici dei questionari inviati via web cfr. Biffignardi-Pratesi (2000), dove si mette in luce che bassi tassi di risposta nelle indagini possono essere dovuti a mancati contatti piuttosto che ad atteggiamenti di resistenza o disinteresse dell'intervistato.

considerate. È sensibilmente aumentato, poi, il peso relativo delle medie imprese (appartenenti alla classe 3), a fronte di una riduzione del peso delle piccole imprese (classe 2), colta soprattutto dalla variabile fatturato. Non sorprendentemente, il peso in percentuale delle imprese con meno di 250 dipendenti al 2005 è di circa il 95% del totale.

**Tab. 1** – La distribuzione dei rispondenti per dimensione

Classi*		Fatturato		Dipendenti		Totale Attivo	
		2005	2002	2005	2002	2005	2002
1	%	<b>19,51</b>	<b>20,40</b>	<b>7,10</b>	<b>20,84</b>	<b>22,45</b>	<b>25,71</b>
	media	1,361	1,394	6	6	1,258	1,214
2	%	<b>49,61</b>	<b>52,78</b>	<b>52,47</b>	<b>50,62</b>	<b>51,44</b>	<b>52,66</b>
	media	4,941	4,977	27	25	4,792	4,641
3	%	<b>26,61</b>	<b>23,24</b>	<b>35,48</b>	<b>26,05</b>	<b>21,54</b>	<b>17,80</b>
	media	19,116	19,650	100	108	19,120	20,094
4	%	<b>4,26</b>	<b>3,58</b>	<b>4,95</b>	<b>2,48</b>	<b>4,57</b>	<b>3,83</b>
	media	103,580	104,496	472	498	96,577	98,057
Totale	%	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
	media	12,221	11,224	73,54	54,54	11,278	10,090

Fonte: nostre elaborazioni.

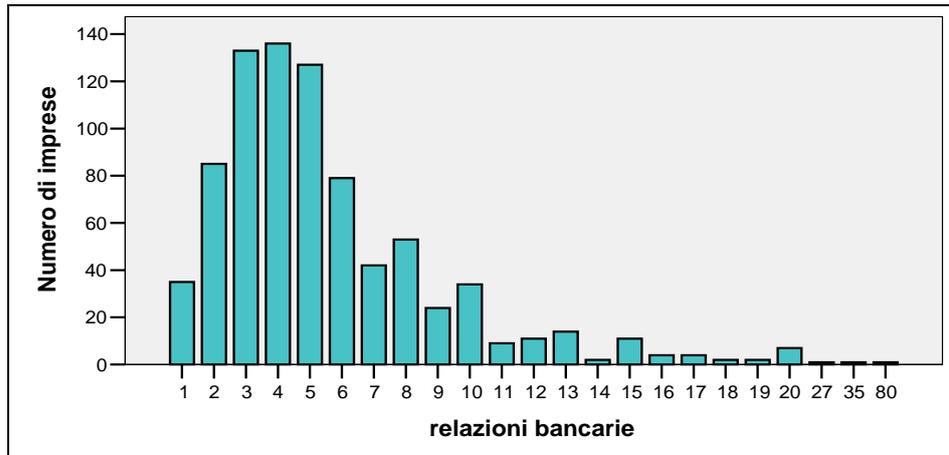
Le classi assumono un significato differente a seconda della variabile considerata; per il fatturato vale: classe 1= fatturato < 2 milioni di euro, 2= fatturato compreso tra 2 e 10 mil. euro, 3= fatturato compreso tra 10 e 50 mil euro, 4= fatturato > 50 mil euro. Per i dipendenti vale: 1= numero dipendenti < 10, 2= dipendenti compresi tra 11 e 50, 3= dipendenti tra 51 e 250, 4= dipendenti maggiori di 250. Per la variabile totale attivo vale: 1= totale attivo minore di 2 mil. euro, 2= totale attivo compreso tra 2 e 10 mil euro, 3= totale attivo tra 10 e 43 mil euro, 4= totale attivo > 43 mil euro. In tabella sono riportati anche i valori medi delle variabili considerate per ciascuna classe di impresa.

#### 4. Risultati: un'analisi descrittiva

La prima domanda nel questionario era riferita al numero di banche con cui l'impresa intratteneva rapporti alla fine del 2005. Nel campione, la media è di 5,66 banche e la mediana (importante per l'eliminazione degli *outlier*, come ad es. 80 relazioni bancarie) è di 5. Nella figura 2 è riportata la distribuzione delle risposte.

Escludendo le grandi imprese, la media scende leggermente a 5,45. Nessuna impresa ha dichiarato di non avere rapporti con le banche e solo il 4,3 % ha rapporti con una sola banca. Complessivamente, il 63% circa delle imprese del campione ha dichiarato di operare con un numero di banche minore o uguale a 5 (la moda è invece di 4 banche).

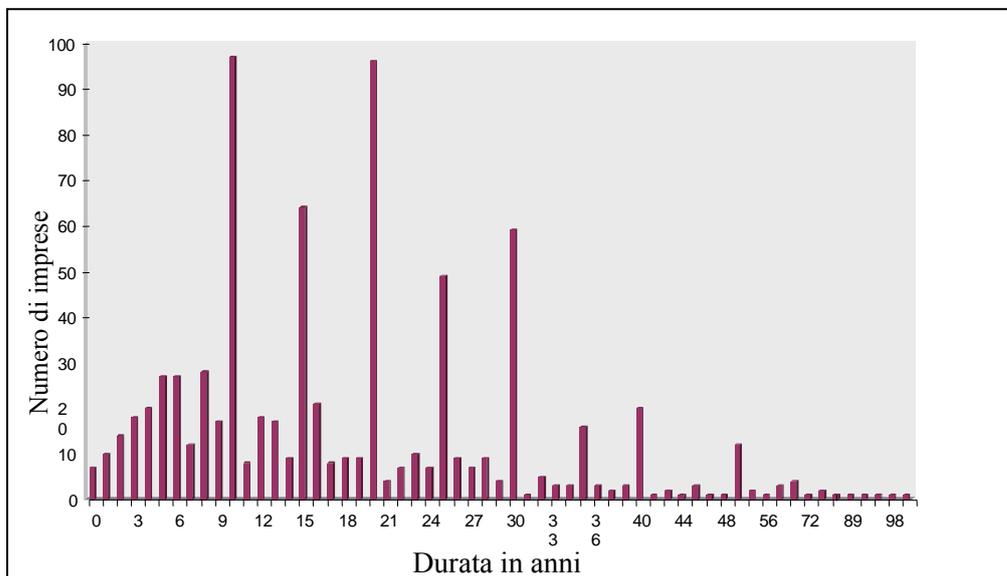
**Fig. 2** – La distribuzione del numero di relazioni bancarie nel campione.



Fonte: nostre elaborazioni.

Alle imprese abbiamo anche chiesto se la banca principale abbia sede nella stessa provincia dell'impresa, al fine di cogliere l'effetto della prossimità territoriale (o funzionale, secondo Alessandrini *et al*, 2005) della banca. La maggior parte delle imprese (65%) ha dichiarato che la banca principale opera nella stessa provincia dell'impresa. La terza domanda del questionario era riferita alla durata del rapporto con la banca principale: dai dati emerge che il valore medio della durata della relazione è di poco più di 19 anni (valore mediano 16).

**Fig. 3** – La durata della relazione bancaria.



Fonte: nostre elaborazioni.

La figura 3 mostra la distribuzione delle risposte: più del 50% delle imprese contattate dichiara di aver instaurato una stretta relazione stabile e duratura – più lunga di 15 anni – con le banche di riferimento, e solo meno del 10% dichiara di lavorare con la banca da meno di 5 anni. Considerando che il campione è composto

per lo più da imprese mature (età media 27 anni), il dato significativo è che la relazione con la banca tende a mantenersi stabile.

Tale dato è confermato anche dalle risposte al questionario sul cambio della banca principale nel 2003/2005: solo il 14% ha dichiarato di aver cambiato banca nel triennio passato, a conferma dell'inerzia delle imprese a cambiare banca di riferimento. Essendo 117 le imprese che hanno dichiarato di aver cambiato banca, questo permetterà comunque di poter trarre indicazioni sui motivi che potrebbero aver indotto queste imprese a tale decisione.

Analizzando quanta parte del debito bancario è detenuta dalla *main bank*, i dati mostrano che il 64% delle imprese dichiara che la prima banca detiene meno del 40% del debito bancario complessivo, a riprova della diffusione del multi affidamento, il responsabile del frazionamento del debito. Solo il 7% delle imprese dichiara che la prima banca detiene praticamente in maniera esclusiva (dall'80 al 100%) l'intero debito.

Per quanto riguarda il fenomeno del razionamento del credito, abbiamo chiesto alle imprese sia se esse abbiano desiderato maggior credito nel triennio passato (razionamento 1), sia se abbiano chiesto effettivamente maggior credito senza ottenerlo (razionamento 2). Le imprese che si sono viste rifiutare una richiesta di nuovo credito sono state poche, precisamente 60. Maggiore uniformità si riscontra nella forma più debole di razionamento: in sostanza il 50% delle imprese avrebbe desiderato più credito, ma ha probabilmente finito per ottenerlo dalle banche. Le imprese razionate dunque presentano delle specificità tali da renderle differenti rispetto al campione delle non razionate.

Di dati emerge inoltre che le imprese del campione si presentano come saldamente detenute dall'azionista o dal socio di maggioranza. Quasi il 37% delle imprese è posseduta da un socio che detiene più del 60% della società. Solo poco più del 5% ha una proprietà estremamente frazionata: sono le imprese che appartengono, sia per fatturato che per numero di dipendenti, alla seconda classe (quella più rappresentata nel campione). A presentare una quota saldamente in mano all'azionista principale (dall'80 al 100%) sono invece le imprese maggiori.

In appendice si riportano alcuni dati relativi all'utilizzo di alcuni servizi di *corporate banking*: è stato chiesto alle imprese di segnalare quale tra una serie di servizi bancari è stato utilizzato in passato e, in caso di utilizzo, se esse vi abbiano fatto ricorso in maniera ripetuta od occasionale. I risultati sono riportati considerando solo un sottoinsieme degli strumenti proposti, quelli che sono considerati strumenti di finanziamento a titolo di debito.

## **5. Risultati: un'analisi multivariata**

In questo paragrafo l'analisi dei dati verrà svolta attraverso l'implementazione di alcuni modelli di regressione alla luce di mettere in evidenza alcuni aspetti del complesso rapporto banca impresa.

### *5.1 Il cambio della banca principale e il razionamento del credito*

Innanzitutto analizzeremo le determinanti del cambiamento della banca principale attraverso un modello di regressione che mette in luce quali sono i motivi per cui le imprese del nostro campione hanno affermato di aver cambiato banca nel triennio

passato (2003/2005). A livello teorico (Scott 2006) la decisione di cambiare banca dovrebbe essere una scelta basata sul confronto tra costi e benefici derivanti da tale decisione: la teoria sulle asimmetrie informative concorda nel presupporre che il costo del cambiamento della *main bank* dovrebbe essere maggiore dei benefici associati a tale cambiamento soprattutto per quelle imprese caratterizzate da una maggiore opacità informativa. Nel modello seguente verrà dunque testata questa ipotesi.

Il modello di regressione sviluppato a tale scopo (1) è un modello di regressione di tipo PROBIT che ha la seguente formulazione (i risultati sono riportati in tab. 2):

$$\begin{aligned}
 Y = & \alpha + \beta_1 \text{Ln\_ETA} + \beta_2 \text{N\_banche} + \beta_3 \text{Banca\_prov} + \beta_4 \text{Razionam} + \\
 & \beta_5 \text{Razionam2} + \beta_6 \text{Garanzie} + \beta_7 \Delta \text{Rapp\_ind} + \beta_8 \Delta \text{Ricavi} + \\
 & \beta_9 \Delta \text{Total\_Asset} + \beta_{10} \text{F3\_serv\_banc\_avanzati} + \\
 & \beta_{11} \text{F2\_serv\_finan\_avanzati} + \beta_{12} \text{OFsuRO2002} + \beta_{13} \text{Ln\_Fatt2002}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

La variabile dipendente è costituita dalla risposta alla domanda prevista nel questionario sul cambiamento della banca principale, variabile che assume il valore 1 se tale cambiamento è avvenuto, 0 altrimenti e le variabili indipendenti assumono il seguente significato:

- “Ln\_Età”: età dell’impresa in formato logaritmico; N\_banche: numero di relazioni bancarie dichiarate dall’impresa, “Banca\_prov” è una dummy che assume valore 1 se la banca principale ha sede nella stessa provincia dell’impresa, 0 altrimenti; “Garanzie” è una dummy di valore 1 se la banca ha richiesto ai proprietari dell’impresa delle garanzie personali per ottenere credito, 0 altrimenti. Infine “Ln\_FATT2002” è l’entità del fatturato al 2002 (l’anno precedente il triennio in cui è avvenuto il cambio della banca principale) in forma logaritmica; in sostanza, queste variabili dovrebbero cogliere il livello di opacità informativa e le informazioni sia di tipo *hard* che *soft* associate alla relazione con la banca;
- “Razionam1” e “Razionam2” sono due variabili dummy di valore 1 rispettivamente se l’impresa ha dichiarato di desiderare in passato maggior credito e se l’impresa ha richiesto effettivamente maggior credito alle banche senza però ottenerlo, 0 altrimenti;
- “Rapp\_Indebitam2002” rappresenta il livello del rapporto di indebitamento nel 2002, “Δ\_Rapp\_Ind” la variazione di tale rapporto nell’arco del triennio considerato (quindi 2003/2005), “Δ\_Ricavi” la variazione nello stesso arco di tempo del fatturato, “Δ\_Total\_Asset” la variazione del totale attivo di bilancio, “OFsuRO02” il rapporto tra oneri finanziari e risultato operativo nel 2002; esse non solo colgono la situazione contabile dell’impresa al 2002, ma anche l’evoluzione dell’impresa nell’arco del triennio considerato, al fine di cogliere se il cambio della banca principale è stato motivato, ad esempio, da un aumento dimensionale – catturato dal totale attivo e dal fatturato – e/o da un peggioramento di performances (maggiori oneri finanziari, o peggiore rapporto di indebitamento);
- le variabili “F3\_serv\_banc\_avanzati” e “F2\_serv\_finan\_avanzati” sono invece degli indicatori sintetici costruiti *ad hoc* per cogliere l’utilizzo da parte delle imprese di alcuni strumenti di *corporate banking* preventivamente suddivisi in 3 gruppi (raggruppando, mediante analisi fattoriale, una serie di servizi

bancari - tradizionali e non - in tre gruppi distinti aggregando quei servizi simili per caratteristiche). Allo scopo abbiamo dunque creato i seguenti gruppi di servizi: i creditizi, quelli di finanziamento avanzati e infine i servizi bancari avanzati. Un motivo del cambiamento della banca principale potrebbe infatti risiedere nel fatto che, al mutare o al crescere delle esigenze finanziarie delle imprese, possa mutare anche la domanda di tali servizi; un'impresa si troverebbe dunque nella necessità di cambiare la banca principale non tanto perché, ad esempio, ha subito un razionamento del credito, quanto piuttosto perché spinta dalla ricerca di una banca in grado di offrire un ventaglio di servizi più ampio e articolato.

La regressione (1), focalizzata su un sottocampione di rispondenti, ossia le 787 micro e le PMI, evidenzia alcuni rilevanti aspetti determinanti: innanzitutto emerge la significatività delle variabili sul razionamento, in particolare della variabile che coglie la forma più forte di razionamento; i coefficienti delle variabili "razionam1" e "razionam2", positivi e significativi, supportano la tesi che il cambio di banca potrebbe essere dovuto, almeno in parte, ad un ulteriore prestito non concesso.

La variabile "banc\_prov", significativa, ha un coefficiente negativo, influenza dunque inversamente la probabilità di cambiamento della banca principale: una impresa che ha dunque affermato che la banca principale ha sede nella sua stessa provincia, mostra anche una probabilità minore di cambiare la banca di appoggio.

I coefficienti degli indici di utilizzo dei servizi bancari e di finanziamento avanzati sono invece positivi, anche se solo per il primo indice il coefficiente è anche statisticamente significativo. Le imprese che cambiano banca, oltre ad essere razionate, mostrano dunque anche la necessità di utilizzare modalità di finanziamento più avanzate e meno ancorate al tradizionale credito bancario.

Per quanto riguarda l'aspetto della dimensione aziendale, si osserva che le tre variabili di bilancio si muovono nella stessa direzione: oltre ad essere significativi, i coefficienti delle variabili sono negativi, il che evidenzia che l'aumento dimensionale ha, curiosamente, un effetto inverso sulla probabilità di cambiare la banca principale. Occorre tuttavia osservare che sono i servizi di finanziamento avanzati ad implicare soprattutto un aumento dimensionale, dal momento che per costruzione essi racchiudono servizi tipicamente utilizzati da imprese medio-grandi (ad esempio, emissione di obbligazioni, consulenza in caso di fusioni e acquisizioni ecc.).

Infine, per quanto riguarda l'età dell'impresa, rileva (oltre la significatività statistica) il segno, negativo, del coefficiente: in questo caso i dati sul campione sembrano confermare che più l'impresa è giovane più è probabile che cambi la banca principale, suggerendo quindi che le imprese mature riescono a segnalare al mercato le informazioni di tipo *hard* in grado di ridurre l'opacità informativa che le caratterizza. I dati sembrano confermare che l'opacità informativa costituisce un presupposto per il cambiamento della banca principale.

**Tab. 2** – I modelli di regressione stimati.

Variabili indipendenti:	(1) Cambiamento della banca principale	(2) Razionamento del credito
Costante	0,114 (0,610)	-1,087 (1,855)
Ln_Età	-0,008 (0,004)	-0,031 (0,233)
N_banche	0,018 (0,013)	-0,027 (0,043)
Banca_prov	-0,532 (0,129) ***	-0,452 (0,252)*
Ln_DURATA	-	-0,429 (0,183)**
Razionam1	0,224 (0,136) *	-
Razionam2	0,635 (0,221) ***	-
Garanzie	0,176 (0,144)	0,540 (0,263)**
D_Rapp_Ind	0,011 (0,009)	0,104 (0,032)***
D_Ricavi	-0,018 (0,006)***	-0,032 (0,012)***
D_TotAss	-0,020 (0,007) ***	-
F3_S_Ban	0,947 (0,271) ***	-0,324 (0,512)
F2_S_Fin	0,267 (0,708)	-
OFsuRO02	-0,003 (0,010)	-0,043 (0,105)
Ln_FATT2002	-0,151 (0,072) ***	-0,375 (0,208)*
Rapp_Ind_2002	-	2,423 (1,066)**
Deviti_vs_banche2002	-	0,413 (0,142)***
<i>Osservazioni</i>	787	787
<i>Chi-square</i>	3677,544***	463,077***

Fonte: nostre elaborazioni.

Gli asterischi \*\*\*, \*\*, \* rappresentano la significatività dei coefficienti rispettivamente ai livelli dell'1%, del 5%, del 10%. Tra parentesi l'errore standard.

Un ulteriore fenomeno oggetto di analisi è quello del razionamento del credito (modello (2) tab. 2), variabile che si è dimostrata in precedenza utile nello spiegare il cambiamento della banca principale. Allo scopo di osservare se le ragioni di tale razionamento possono essere spiegate dai fondamentali aziendali, abbiamo stimato un modello di regressione di tipo PROBIT avente la seguente formulazione:

$$Y = \alpha + \beta_1 Ln\_ETA + \beta_2 N\_banche + \beta_3 Banca\_prov + \beta_4 Ln\_DURATA + \beta_5 Garanzie + \beta_6 \Delta Rapp\_ind + \beta_7 \Delta Ricavi + \beta_8 F3\_serv\_banc\_avanzati + \beta_9 OFsuRO2002 + \beta_{10} Ln\_Fatt2002 + \beta_{11} Rapp\_ind2002 + \beta_{12} Debiti\_vs\_banche2002 \quad (2)$$

dove le variabili, oltre a quelle già citate in precedenza, assumono il seguente significato:

- “Rapp\_ind2002” rappresenta il livello al 2002 del rapporto di indebitamento dell'impresa;

- “Ln\_DURATA” rappresenta la durata in anni in forma logaritmica del rapporto con la banca principale;
- “Debiti\_vs\_banche2002” rappresenta in forma logaritmica l’entità dei debiti che l’impresa ha in essere alla fine del 2002 nei confronti delle banche sul totale dei debiti finanziari; l’idea alla base è dunque che un eventuale razionamento potrebbe essere conseguenza di una valutazione di rischiosità da parte delle banche, che si troverebbero nella condizione di rifiutare un ulteriore prestito considerando l’alto livello di partenza dei debiti in essere.

I risultati (tab.2) mostrano che la rischiosità aziendale gioca un ruolo importante nel determinare l’eventuale razionamento: alti livelli del rapporto di indebitamento, alti livelli di debiti nei confronti delle banche e variazioni del rapporto di indebitamento nell’arco del triennio considerato aumentano infatti la probabilità del razionamento. La durata della relazione invece diminuisce la probabilità del razionamento, a conferma della “specialità” della relazione bancaria, così come (anche se in questi casi si perde la significatività statistica) l’età, la vicinanza territoriale della banca e il multiaffidamento. Anche in questo caso, sembrano evidenti i vantaggi del relationship lending nel prevenire i fenomeni dell’eventuale rifiuto di nuova disponibilità di credito, non trovando riscontro nel presente campione di un eventuale problema di *soft-budget constraint*.

Per quanto riguarda le garanzie richieste, il coefficiente è positivo e significativo: sembra dunque che chi si sia stato razionato abbia, almeno una volta in passato, dovuto offrire garanzie personali alle banche prestatrici di fondi.

## 5.2 Le determinanti del multiaffidamento

In questa sede analizzeremo le caratteristiche delle banche che fanno ricorso ad una molteplicità di relazioni bancarie circoscrivendo il fenomeno del multiaffidamento nelle sue molteplici cause, in particolare alla ricerca di evidenze empiriche fondate non soltanto nei fondamentali aziendali, ma anche in altri due aspetti legati all’impresa: da un lato, le (mutate) esigenze finanziarie che potrebbero non solo spiegare il motivo del cambiamento della banca principale, ma anche la ricerca di più banche specializzate nell’offerta di differenti e specifici servizi bancari, dall’altro sulle caratteristiche proprie dell’impresa in termini, ad esempio di *governance*.

Allo scopo, abbiamo costruito un modello di regressione OLS avente come variabile dipendente in numero di relazioni bancarie dichiarate dalle imprese nel questionario; la formulazione del modello è dunque la seguente:

$$\begin{aligned}
 Y = & \alpha + \beta_1 Ln\_ETA + \beta_2 F1\_serv\_crediti + \beta_3 F2\_serv\_fin\_avanzati + \\
 & \beta_4 F3\_serv\_banc\_avanzati + \beta_5 Ln\_DURATA + \beta_6 Debiti\_vs\_banche2002 + \\
 & \beta_7 \Delta Ricavi + \beta_8 OFsuRO2002 + \beta_9 Razionam2 + \beta_{10} Dir\_fin + \beta_{11} Soc\_magg + \\
 & \beta_{12} Quota\_deb + \beta_{13} Imm\_immat\_su\_TA2005
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

dove le variabili, quelle note a parte, assumono il significato seguente:

- “Dir\_fin” è una dummy di valore 1 se l’impresa ha dichiarato che è prevista la presenza in azienda della figura del direttore finanziario, 0 altrimenti;

- “Soc\_magg” indica la quota del capitale sociale detenuta in mano al socio di maggioranza;
- “Quota\_deb” indica la quota del debito complessivo detenuta dalla banca principale;
- “Imm\_immat\_su\_TA05” indica il peso delle immobilizzazioni immateriali sul totale attivo dell’impresa nel 2005.

Dai risultati (tab. 3) emerge la significatività statistica di alcune variabili rilevanti quali innanzitutto quelle relative all’utilizzo dei servizi bancari e finanziari individuati in precedenza. In particolare, il segno dei tre coefficienti è positivo, a conferma del fatto che le imprese sono alla ricerca di molte banche con cui operare probabilmente per avere un ampio ventaglio di servizi a disposizione.

La presenza del direttore finanziario potrebbe in qualche modo influenzare tale scelta e spiegare il motivo per cui le aziende che prevedono al loro interno tale figura dimostrano di fare affidamento su un numero di banche maggiore rispetto a chi ne è priva.

**Tab. 3** – Le determinanti del multiaffidamento

Variabili indipendenti:	Numero di banche	
	Coeff.	Err. Std.
Costante	-1,602	1,065
lnETA	0,605	0,243**
Fatt. utilizzo S. Creditizi	4,308	0,612***
Fatt. utilizzo S. Finanziamento Avanzati	3,691	1,827**
Fatt. utilizzo S. Bancari Avanzati	0,373	0,591
Debiti_BANC02	0,616	0,100***
OFsuRO02	0,009	0,021
D_Ricavi_2002-2005	0,000	0,000**
Razionam2	-0,577	0,546
Dir_fin	0,515	0,161***
Soc_magg	0,019	0,118
Ln_DURATA	-0,006	0,010
Quota_deb	-0,754	0,118***
Imm.Immat_su_TotAttivo_2002	3,705	2,637
<i>Osservazioni</i>	787	
<i>R-Square</i>	0,25	
<i>Adjusted R-Square</i>	0,23	
<i>F-test</i>	19,8189	
<i>Signif.</i>	0,0000***	

Fonte: nostre elaborazioni.

Gli asterischi \*\*\*, \*\*, \* rappresentano la significatività dei coefficienti rispettivamente ai livelli dell’1%, del 5%, del 10%.

Ancora, non sorprendentemente, a dichiarare di utilizzare un maggior numero di banche sono le imprese che hanno il debito più “frazionato”, vale a dire quelle imprese la cui quota di debito detenuta dalla prima banca è minore.

Un’ultima considerazione riguarda le variabili sulla variazione dei ricavi e sulla quantità di debito bancario: entrambi i coefficienti, oltre ad essere molto significativi statisticamente, sono anche positivi, vale a dire che influenzano in maniera diretta il numero di banche; le imprese che mostrano variazioni nel fatturato operano con un maggior numero di banche, come coloro che hanno contratto maggiori debiti con le banche. Anche in questo caso, dunque, i dati relativi al campione confermano le aspettative sul multi-affidamento, evidenziando che le caratteristiche delle imprese e la loro domanda di servizi bancari e finanziari anche non tradizionali ha un effetto positivo sul ricorso a un numero maggiore di relazioni bancarie.

### 5.3 Performance e relazioni bancarie

Il focus in questa sede è sulla relazione che esiste tra il numero di relazioni bancarie dichiarate dall’impresa e le performance, diversamente misurate, ottenute dalle stesse; in questa ottica, abbiamo stimato alcuni modelli di regressione. L’idea di base che vogliamo sottoporre a verifica in questa sede è se nel nostro campione viene confermata l’ipotesi teorica che al crescere della “forza” della relazione bancaria si assiste ad un generale miglioramento della performance aziendale, il che segnalerebbe almeno in parte che l’impresa ha potuto beneficiare dei vantaggi del relationship lending.

I modelli che si sono stimati in questa sede sono modelli di regressione lineare OLS, basati sulla seguente formulazione<sup>7</sup>:

$$Y = \alpha + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 Ln\_DURATA + \beta_4 Ln\_FATT02 + \beta_5 Ln\_ETA + \beta_5 Z - score \quad (4)$$

dove Y rappresenta di volta in volta la variabile di performance considerata: oneri finanziari su totale attivo, debiti finanziari su totale attivo, il fatturato su totale attivo, gli oneri finanziari sul risultato operativo e il ROA.

Mentre il ROA (Return On Assets) è calcolato rapportando l’utile al totale attivo, e quindi al valore complessivo delle attività detenute dalla società (immobili, impianti, attività finanziarie, crediti, merci in magazzino...) e indica dunque qual è il rendimento medio del complesso dei beni utilizzati dalla società, il rapporto tra fatturato e il totale attivo costituisce il cosiddetto *turnover* (o indice di rotazione del capitale investito), un indicatore che indica in sostanza quanti euro di ricavi è stato in grado di generare ogni euro investito nella società. Accanto a queste grandezze, abbiamo considerato il costo del debito, il quale è influenzato anche dalla struttura finanziaria dell’impresa; è quindi importante monitorare il rapporto di indebitamento dell’impresa (il cosiddetto *debt to equity*, ossia indebitamento finanziario netto / Patrimonio Netto) e soprattutto la capacità di ripagare gli interessi coi redditi della gestione operativa (misurata dal rapporto tra Oneri Finanziari e Risultato Operativo); in caso di deterioramento di detti parametri, il costo del debito potrebbe risultare

---

<sup>7</sup> Il modello proposto si ispira in parte al lavoro di Castelli, Dwyer, Hasan (2006) effettuata su dati Capitalia. Se ne distingue per la peculiare scelta di alcune variabili, come lo Z-score, e per la linearità della relazione considerata.

molto maggiore dei tassi di interesse vigenti, e provocare dunque un peggioramento delle performance aziendali.

Le variabili indipendenti nel modello sopra citato sono invece: la durata del rapporto con la banca principale (in forma logaritmica, Ln\_DURATA), l'età dell'impresa (anch'essa in forma logaritmica, Ln\_ETA), la variabile fatturato (ricavi delle vendite) relativa al 2005 (Ln\_FATT05, logaritmica anch'essa) e due variabili dummy (D<sub>1</sub> e D<sub>2</sub>) che colgono il numero di relazioni bancarie (se si è in presenza quindi di mono o multiaffidamento). La variabile D<sub>1</sub> è una dummy che assume valore 1 se l'impresa ha un numero di relazioni bancarie minore di 2, 0 altrimenti; la dummy D<sub>2</sub> invece assume valore 1 per un numero di relazioni bancarie compreso tra 3 e 5, 0 altrimenti. L'intercetta  $\alpha$  della funzione (4) evidentemente coglie l'effetto del multiaffidamento quando il numero di relazioni bancarie è maggiore di 6.

Della variabile “numero di relazioni bancarie” abbiamo una stima diretta, basata sulle risposte fornite dalle imprese al questionario. La variabile “durata della relazione con la banca principale” è una misura, seppur indiretta, della “forza” della relazione con la *main bank*, e come tale ci si aspetta che abbia un effetto positivo sulla performance. La variabile “età dell'impresa” ci si aspetta che abbia un effetto positivo in quanto essa dovrebbe determinare un abbassamento dei tassi del prestito e dunque minori oneri finanziari da parte dell'impresa affidata: è appunto nelle prime fasi del ciclo di vita di una impresa che essa si trova maggiormente ad essere legata ad un ristretto numero di banche, e dunque a dover beneficiare in misura minore dei benefici del relationship lending.

Per quanto riguarda la dimensione aziendale - catturata dalla variabile “fatturato” preferibile in questa sede alla variabile “dipendenti” soprattutto a causa dell'alto numero di *missing* che caratterizza il dato in oggetto - ci si attende che all'aumentare della stessa si indebolisca la relazione con la banca principale, e che ciò provochi un effetto negativo sulla performance.

L'ultima variabile inserita è il cosiddetto Z-score (Altman, 1968): tale indicatore, originariamente sviluppato al fine di prevedere la probabilità di fallimento delle imprese, coglie in sostanza la rischiosità dell'impresa in esame, ed è stato inserito nel modello di regressione al fine di controllare se le variabili dipendenti (ad esempio la quota degli oneri finanziari sul totale attivo) sono in relazione appunto con tale rischiosità. Il modello originale di Altman si basa sul calcolo di un indicatore sintetico costruito nel modo seguente<sup>8</sup>:

$$ZSCORE = 1.2 \frac{\text{capitale circolante}}{\text{capitale investito}} + 1.4 \frac{\text{utile non distribuito}}{\text{capitale investito}} + \\ + 3.3 \frac{\text{risultato operativo}}{\text{capitale investito}} + 0.6 \frac{\text{valore di mercato}}{\text{passività totali}} + 0.999 \frac{\text{vendite nette}}{\text{capitale investito}}$$

Per le società non quotate, il valore di mercato dell'equity è sostituito dal valore del patrimonio netto contabile, con riferimento al 2005.

Dall'interpretazione dei modelli di regressione considerati (tab. 4) emerge dunque:

<sup>8</sup> Il modello prevede che a seconda del valore dell'indice Z, si possa prevedere la probabilità di *default* dell'impresa secondo le seguenti relazioni:  $Z < 1,79$ : probabilità di fallimento molto alta,  $1,8 < Z < 2,69$ : probabilità di fallimento entro 2 anni (medio-alta),  $2,7 < Z < 2,99$ : probabilità di fallimento media,  $Z > 3$ : probabilità di fallimento bassa (la società è finanziariamente solida).

- per quanto riguarda l'entità degli oneri finanziari sul totale attivo, innanzitutto che quelle imprese che dichiarano di avere molte relazioni bancarie (in particolare in questo caso maggiori di 6) finiscono per mostrare una incidenza maggiore di oneri finanziari: il coefficiente dell'intercetta infatti, oltre ad essere positivo, è statisticamente significativo. Il multiaffidamento dunque sembra non provocare effetti positivi sulla performance, il che equivale a sostenere l'evidenza empirica secondo cui tale diffusa prassi finisce per affievolire i benefici del relationship lending; il segno dei coefficienti delle due dummy che colgono invece un numero più ristretto di relazioni bancarie, oltre a essere statisticamente significativo, è negativo, il che conferma la relazione inversa tra entità degli oneri finanziari in percentuale sul totale attivo e il numero di relazioni bancarie. Il segno della variabile "età" è anch'esso negativo: all'aumentare dell'età dell'impresa, l'entità degli oneri finanziari risulta inferiore, a ulteriore conferma delle supposizioni teoriche precedentemente addotte. Lo Z-score invece presenta un coefficiente, seppur non significativo, leggermente positivo.

**Tab. 4** – I modelli di regressione multivariata: le performance.

Variabili indipendenti	(a) Oneri finanziari/ Totale Attivo 2005	(b) Debiti Finanziari/ Totale Attivo 2005	(c) ROA 2005	(d) Fatturato/ Totale Attivo 2005	(e) Oneri finanziari/ Risultato operativo 2005
Costante	0,056 (0,005)***	0,429 (0,069)***	-0,070 (0,025)***	0,601 (0,221)***	1,711 (0,578)***
Dummy1	-0,012 (0,002)***	-0,145 (0,022)***	0,038 (0,008)***	0,281 (0,072)***	-0,449 (0,187)**
Dummy2	-0,006 (0,001)***	-0,092 (0,016)***	0,015 (0,006)***	0,146 (0,050)***	-0,151 (0,131)
Z-score	0,000 (0,000)	-0,006 (0,007)	-0,003 (0,002)	0,010 (0,022)	0,061 (0,057)
Ln_DURATA	0,000 (0,001)	0,011 (0,010)	0,008 (0,004)**	-0,011 (0,032)	0,071 (0,089)
Ln_FATT05	-0,004 (0,000)***	-0,008 (0,007)	0,014 (0,002)***	0,127 (0,022)***	-0,201 (0,056)***
Ln_ETA	-0,002 (0,001)**	-0,027 (0,012)**	-0,006 (0,004)	-0,167 (0,038)***	0,143 (0,102)
Osservazioni	820	820	820	820	717 <sup>§</sup>
R-Square	0,106	0,067	0,052	0,072	,028
Adjusted R-Square	0,099	0,060	0,045	0,065	,019
F-test	16,002	9,716	7,361	10,559	3,372
Signif.	0,000***	0,000***	0,000***	0,000***	0,003***

Fonte: nostre elaborazioni.

Gli asterischi \*\*\*, \*\*, \* rappresentano la significatività dei coefficienti rispettivamente ai livelli dell'1%, del 5%, del 10%. Tra parentesi l'errore standard.

§Dal campione di 820 imprese sono state eliminate le imprese che mostravano un risultato operativo negativo, determinando così un effetto opposto sull'indice considerato.

- Anche l'entità dei debiti finanziari sul totale attivo è determinata dalle stesse variabili, nella stessa direzione: i due modelli proposti - l'(a) e il (b) - sono dunque coerenti nel giungere alla stessa conclusione. Preferendo considerare il

rapporto tra due variabili flusso considerando quindi gli oneri finanziari in percentuale sul risultato operativo, come nel modello (e), la generale conclusione non cambia, dal momento che le variabili mostrano lo stesso trend e gli stessi effetti dei precedenti.

- Per quanto riguarda il *Return on Asset*, l'indicatore che misura la redditività relativa al capitale investito, dal modello (c) emerge che i vantaggi maggiori in termini di redditività sono presentati dalle imprese che hanno un numero di relazioni bancarie inferiore o uguale a 2. In questi casi infatti, il segno del coefficiente, oltre ad essere statisticamente significativo, è positivo; anche se il coefficiente alfa non appare significativo, il segno è negativo, a riprova ulteriore che ad essere meno redditizie sono le imprese del nostro campione a dichiarare un numero di relazioni bancarie maggiore di 6. Sono infine le imprese maggiori per dimensione a presentare i valori di ROA maggiori. In questo caso, inoltre, la durata della relazione con la banca sembra avere un effetto positivo (e significativo) sul ROA, dal momento che il coefficiente è significativo solo in questo modello, e non negli altri, e presenta il segno atteso.
- Per quanto riguarda infine l'entità del fatturato sul totale attivo, il *turnover*, il modello (d) mostra che il segno del coefficiente alfa è positivo, come anche il segno delle dummy (tutte molto significative). Questo è anche l'unico caso in cui i segni dei 3 coefficienti - l'alfa e quello delle due dummy considerate - sono tutti positivi. I dati sembrano quindi confermare che in generale l'effetto sul turnover è positivo qualunque sia il numero di relazioni bancarie considerate secondo però una relazione crescente al crescere del numero di relazioni bancarie: dal mono al multiaffidamento, l'effetto sull'indice considerato si indebolisce, vale a dire che sono le imprese ad avere un basso numero di relazioni bancarie a mostrare i migliori livelli di profittabilità.

Allo scopo di verificare se la significatività delle variabili dummy considerate rimanga tale o diminuisca inserendo anche il ROA tra i regressori, abbiamo provveduto a costruire un modello di controllo variando il modello (a) della tabella 4. Questa verifica, di cui non sono riportati in tabella i risultati, mostra che la significatività delle dummy viene mantenuta: i modelli proposti sembrano dunque attribuire un generale miglioramento delle performance non al ROA dell'impresa, ma al numero di relazioni bancarie poste in essere.

Un ultimo modello stimato consente di cogliere l'effetto del multiaffidamento sulla tipologia di indebitamento dell'impresa; avendo a disposizione i dati sull'indebitamento a breve piuttosto che a lungo termine sulle imprese del campione, con pressoché le stesse variabili utilizzate in precedenza siamo in grado di ricavare utili indicazioni in questo senso grazie alla stima di un modello di regressione OLS i cui risultati sono riportati nella tab. 5.

In questo caso, come è avvenuto per il *turnover*, i dati mostrano che il multiaffidamento ha un effetto positivo sul debito a breve: in particolare, si nota che ad essere più indebitate a breve sono le imprese che mostrano il più basso numero di relazioni bancarie e via via le altre imprese. In questo caso, inserendo il ROA tra i regressori, si nota l'effetto positivo della redditività senza che la significatività almeno della dummy 1 venga meno.

Anche la variabile “debiti verso le banche” mostra la sua significatività statistica e assume segno negativo: al crescere dell’indebitamento verso le banche, dunque, diminuisce la quota di debito a breve sul totale.

**Tab. 5** – L’incidenza sui debiti a breve.

Debiti a breve / Totale debiti al 2005		
	<i>Coeff.</i>	<i>Std. Error</i>
Costante	0,777	0,076***
Dummy1	0,066	0,030**
Dummy2	0,023	0,017
Ln_DURATA	0,017	0,012
Ln_ETA	-0,023	0,015
ROAA_2005	0,269	0,121**
Ln_FATT05	0,025	0,008***
Debiti_vs_banche_2005	-0,024	0,005***
<i>Osservazioni</i>	820	
<i>Adjusted R-Square</i>	0,114	
<i>F-test</i>	8,162	
<i>Signif</i>	0,000***	

*Fonte: nostre elaborazioni.*

*Gli asterischi \*\*\*, \*\*, \* rappresentano la significatività dei coefficienti rispettivamente ai livelli dell’1%, del 5%, del 10%.*

## 6. Conclusioni

In questa analisi abbiamo mostrato i risultati di una indagine empirica condotta attraverso l’invio di un questionario alle micro e piccole medie imprese sull’utilizzo del debito e sul relationship lending. La verifica empirica ha riguardato i seguenti aspetti del rapporto banca impresa: innanzitutto, il cambiamento della banca principale da parte delle imprese, rilevando che sono le imprese ad essere più razionate a cambiare banca di riferimento; oltre a ciò, esse mostrano anche la necessità di utilizzare modalità di finanziamento più avanzate e meno ancorate al tradizionale credito bancario. L’effetto della prossimità territoriale è evidente anche nel nostro campione: se la banca principale ha sede nella stessa provincia dell’impresa, quest’ultima mostra anche una probabilità minore di cambiare la banca di appoggio; infine, i dati mostrano che più l’impresa è giovane più è probabile che cambi banca principale.

In secondo luogo, abbiamo indagato il problema del razionamento del credito subito dall’impresa all’atto della richiesta di una maggiore disponibilità di fondi: in questo caso, i dati sembrano confermare che la rischiosità aziendale gioca un ruolo importante nel determinare l’eventuale razionamento: alti livelli del rapporto di indebitamento, alti livelli di debiti nei confronti delle banche e variazioni del rapporto

di indebitamento nell'arco del triennio considerato aumentano infatti la probabilità del razionamento.

In terzo luogo, abbiamo osservato quali sono le determinanti del multiaffidamento facendo riferimento sia alla relazione che esiste tra tale numero e la tipologia di servizi bancari richiesti e utilizzati dall'impresa che ad alcuni elementi relativi alla governance dell'impresa. Una delle determinanti del multiaffidamento potrebbe risiedere nel fatto che le imprese sono alla ricerca di molte banche con cui operare per avere un ampio ventaglio di servizi a disposizione, e i dati mostrano che a dichiarare di utilizzare un maggior numero di banche sono le imprese che hanno il debito più "frazionato", vale a dire quelle imprese la cui quota di debito detenuta dalla prima banca è minore, e ciò vale anche per quelle che prevedono la presenza del direttore finanziario in azienda.

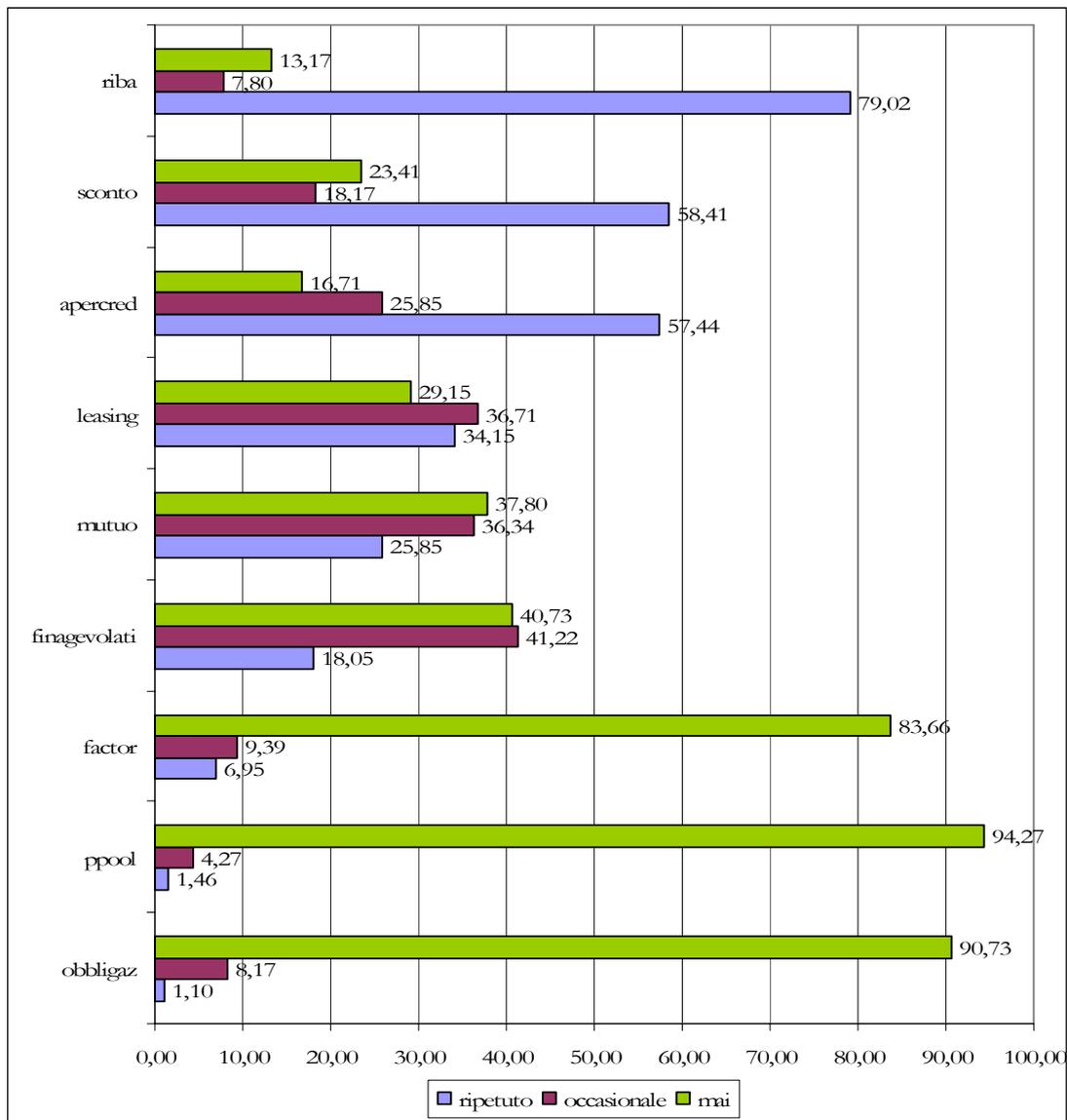
Infine, l'ultima parte è dedicata al tema del legame esistente tra numero di relazioni bancarie e performance, allo scopo di osservare se il multiaffidamento favorisce o indebolisce le performance aziendali. I risultati ottenuti si dimostrano fondamentalmente in linea con altri lavori precedenti (cfr. Castelli, Dwyer, Hasan, 2006); nella presente indagine si riscontra infatti una forte correlazione tra multiaffidamento e bassi livelli di ROA, alti livelli di "oneri finanziari sul totale attivo" e bassi livelli di "fatturato su totale attivo", il che rende possibile concludere che ad essere migliori dal lato delle performance sono le imprese del campione che intrattengono un basso numero di relazioni bancarie. Ciò ancora equivale a dire che i benefici in termini di riduzione di asimmetrie informative connesse ad un ristretto numero di relazioni bancarie sono più evidenti dei potenziali svantaggi che ne possono scaturire, primo fra tutti il problema dell'*hold-up*. La durata della relazione bancaria e l'età dell'impresa si dimostrano dunque variabili chiave nel determinare le caratteristiche delle relazioni bancarie e nel ridurre le asimmetrie informative, responsabili dunque delle migliori performance aziendali.

In conclusione, quello che emerge soprattutto dall'ultimo dei modelli proposti è anche una prima generale conferma della *pecking order theory*: le imprese del campione fanno meno ricorso al debito quanto più registrano buone performance, dimostrando anche di aumentare in modo lineare le relazioni bancarie al peggiorare delle performance, e di abbandonare il ricorso al debito a breve al crescere dell'indebitamento.

Sostanzialmente, le imprese che registrano i migliori indicatori fanno ricorso ad un numero di relazioni bancarie inferiore a 2, per passare ad un numero di relazioni inferiore a 5, fino a preferire le forme più spinte di multiaffidamento intrecciando relazioni con più di 5 banche.

## Appendice

**Figura 1A** – L'utilizzo dei servizi di corporate banking.



Fonte: nostre elaborazioni. Dati riportati per ordine di utilizzo ripetuto.

Le variabili assumono il seguente significato: *Riba*=Riscossioni automatiche (Ri.Ba., Rid, Mav), *Apercred*= Fidi e aperture di Credito, *Mutuo*= Mutuo, *Sconto*= Sconto di effetti, *Leasing*= Leasing, *Finagevolati*= Finanziamenti Agevolati, *Factor*= Factoring, *Ppool*= Prestito in Pool, *Obbligaz* = Emissione Obbligazionaria.

## Bibliografia

ALTMAN E.I. (1984), "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question", in *Journal of Finance*, vol. 39(4), pp. 1067-89.

BERGER A.N., UDELL G.F. (1995), "Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance", in *Journal of Business*, vol. 68, n. 3, pp. 351-382.

– (1998), "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", in *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, nn. 6-8, pp. 613-673.

BOOT A.W.A. (2000), "Relationship Banking: What do We Know?", in *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, pp. 7-25.

BOOT A.W.A., THAKOR A.V. (1994), "Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game", in *International Economic Review*, vol. 35, November, pp. 899-920.

– (2000), "Can Relationship Banking Survive Competition?", in *Journal of Finance*, vol. 55, pp. 679-713.

CAPITALIA (2005), "Indagine sulle imprese italiane - Rapporto sul sistema produttivo e sulla politica industriale", Ottobre 2005.

CARUSO A., PALMUCCI F., ZAMBELLI S. (2006), "Servizi di corporate banking e apertura del capitale di rischio: un'indagine sulle PMI Italiane", working paper.

CASTELLI A., J.P. DWYER, I. HASAN (2006), "Bank relationships and small firms' financial performance", WP, Federal Reserve Bank of Atlanta, Maggio 2006.

CENNI S., SALOTTI V. (2006), "Avere o non avere debiti con le banche? Le PMI manifatturiere italiane e il ricorso al credito bancario", Atti del convegno AIDEA, Roma, 2006.

COLE R.A. (1998), "The importance of relationships to the availability of credit", in *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, n.6, pp. 959-977(19).

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

DI MAJO A., PAZIENZA M.G., TRIBERTI B. (2005), "Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano, working paper DISEFIN, Università di Genova, n.7/2005.

ELSAS R., HEINEMANN F., TYRELL M. (2004), "Multiple but Asymmetric Bank Financing: The Case of Relationship Lending", CESifo Working Paper Series No. 1251, disponibile presso SSRN: <http://ssrn.com/abstract=559104>.

FORESTIERI G., TIRRI V., (2002), "Il rapporto banca-impresa: struttura del mercato e politiche di prezzo", Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi, Quaderni di ricerche, n° 31, 2002.

ONGENA S., SMITH D.C. (1998), "Quality and duration of banking relationships", in BIRKS D. (ed.), "Global Cash Management in Europe", MacMillan Press, 225-235.

PETERSEN M.A., RAJAN R. (1994), "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", in *The Journal of Finance*, vol. 49, pp. 3-37.

STIGLITZ J., WEISS A. (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", in *American Economic Review*, vol. 71, pp. 393-410.

THAKOR A.V. (1996), "Capital Requirements, Monetary Policy and Aggregate Bank Lending", in *Journal of Finance*, vol. 51, pp. 279-324.

VON THADDEN E.L. (1995), "Long-Term Contracts, Short-Term Investments and Monitoring", in *The Review of Economic Studies*, vol. 62, n. 4, pp. 557-575.