



UNIMORE
UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI
MODENA E REGGIO EMILIA

CEFIN
Centro Studi Banca e Finanza

ISSN 2282-8168

CEFIN Working Papers No 102

L'evoluzione della struttura delle fonti di
finanziamento nelle imprese italiane

by Riccardo Ferretti, Daniela Pennetta,
Valeria Venturelli

March 2026

L'evoluzione della struttura delle fonti di finanziamento nelle imprese italiane

Riccardo Ferretti^{a,c}, Daniela Pennetta^{b,c}, Valeria Venturelli^{b,c}

^a *University of Modena and Reggio Emilia, Department of Communication and Economics*

^b *University of Modena and Reggio Emilia, Marco Biagi Department of Economics*

^c *CEFIN - Banking and Finance Study Center*

This version: 3 March 2026

Abstract

Questo lavoro analizza l'evoluzione della diversificazione delle fonti di finanziamento e la sua relazione con la crescita delle imprese non finanziarie italiane. Sulla base di un panel non bilanciato di 98.554 imprese nel periodo 2014–2023, tratto dal database AIDA, combiniamo evidenza descrittiva e regressioni su dati panel per esaminare i cambiamenti nelle strutture finanziarie delle imprese e il rapporto tra incidenza del credito bancario, rispetto a canali di finanziamento alternativi, e crescita, tenendo conto dell'eterogeneità dimensionale delle imprese. L'analisi descrittiva mostra che, nonostante un aumento della capitalizzazione e uno spostamento verso forme di debito a medio-lungo termine, le strutture di finanziamento delle imprese italiane rimangono fortemente concentrate, con il credito bancario che continua a rappresentare la principale fonte di finanziamento esterno, soprattutto tra le micro e piccole imprese. I risultati delle regressioni evidenziano una relazione tra composizione delle fonti di finanziamento e crescita che dipende dalla dimensione d'impresa. Una maggiore dipendenza dal debito bancario è associata a una crescita più lenta per le micro e piccole imprese, suggerendo la presenza di vincoli finanziari stringenti, mentre risulta neutra o lievemente positiva per le imprese di grandi dimensioni, coerentemente con un accesso stabile al finanziamento bancario. Nel complesso, i risultati forniscono evidenza rilevante per le politiche pubbliche a sostegno di iniziative volte a rafforzare i mercati dei capitali e ad ampliare l'accesso delle imprese alla finanza non bancaria, in particolare per le PMI, in linea con gli obiettivi della Capital Markets Union.

Keywords: Struttura finanziaria; Diversificazione delle fonti di finanziamento; Crescita aziendale; Prestiti bancari; PMI

JEL Codes: G30, G32, L25, O16

The Evolution of Financing Structures in Italian Firms

Riccardo Ferretti^{a,c}, Daniela Pennetta^{b,c}, Valeria Venturelli^{b,c}

^a *University of Modena and Reggio Emilia, Department of Communication and Economics*

^b *University of Modena and Reggio Emilia, Marco Biagi Department of Economics*

^c *CEFIS - Banking and Finance Study Center*

This version: 3 March 2026

Abstract (English)

This paper investigates the evolution of the diversification of financing sources and its relationship with the growth of Italian non-financial firms. Using an unbalanced panel of 98,554 firms over the period 2014–2023 drawn from the AIDA database, we combine descriptive evidence and panel data regressions to examine changes in firms' financial structures and the relationship between the share of bank credit, relative to alternative financing channels, and firm growth, accounting for firm size heterogeneity. Descriptive evidence shows that, despite an increase in capitalization and a shift towards medium- and long-term debt instruments, Italian firms' financing structures remain highly concentrated, with bank credit continuing to represent the main source of external financing, especially among micro and small firms. Regression results indicate that the relationship between the composition of financing sources and firm growth varies by firm size. A greater reliance on bank debt is associated with slower growth for micro and small firms, suggesting the presence of tighter financial constraints, while it is neutral or mildly positive for large firms, consistent with more stable access to bank financing. Overall, the findings provide relevant policy implications for initiatives aimed at strengthening capital markets and expanding firms' access to non-bank finance, particularly for SMEs, in line with the goals of the Capital Markets Union.

Keywords (English): Financial structure; Financing diversification; Firm growth; Bank loans; SMEs

JEL Codes: G30, G32, L25, O16

1. Introduzione

La struttura finanziaria delle imprese italiane è stata tradizionalmente caratterizzata da una forte dipendenza dal credito bancario, da livelli relativamente bassi di capitalizzazione e da un utilizzo limitato di strumenti di mercato, in particolare tra le piccole e medie imprese (PMI). In un sistema produttivo dominato dalle PMI, spesso a conduzione familiare e caratterizzato da assetti proprietari e di governance concentrati, questa configurazione ha storicamente sostenuto la continuità operativa e gli investimenti di base, ma si è anche dimostrata altamente vulnerabile in occasione di shock macro-finanziari e di fasi di restrizione del credito. A partire dalla crisi finanziaria globale e dalla successiva “double-dip” dell’area dell’euro, la capacità delle imprese italiane di finanziare crescita, innovazione e internazionalizzazione è divenuta una questione centrale sia nel dibattito accademico sia in quello di policy. In tale contesto, la diversificazione delle fonti di finanziamento ha acquisito un’importanza crescente. Per le imprese, la diversificazione implica l’integrazione del tradizionale debito bancario con canali alternativi quali strumenti di debito negoziabili (obbligazioni e “minibond”), capitale di rischio (*private equity*, *venture capital*, quotazioni in borsa), strumenti ibridi e, più recentemente, soluzioni di finanza alternativa, tra cui il *crowdfunding* e il *direct lending*. Dal punto di vista teorico, la composizione del mix finanziario incide non solo sul costo medio del capitale, ma anche sui profili di rischio delle imprese, sulla loro resilienza agli shock e sulle opportunità di crescita nel medio periodo (BIS, 2014).

La letteratura internazionale sulla struttura finanziaria e l’economia reale evidenzia come la qualità dei sistemi finanziari e, in particolare, l’equilibrio tra intermediazione bancaria e mercati dei capitali, rappresenti una determinante cruciale della crescita di lungo periodo. Studi comparativi sottolineano il ruolo complementare svolto da banche e mercati: le banche risultano più efficaci nel *relationship lending* e nel monitoraggio di progetti opachi, mentre i mercati dei capitali facilitano la diversificazione del rischio e la mobilitazione di risorse su larga scala (BIS, 2014; Beck & Levine, 2002). Evidenze più recenti di tipo *cross-country* suggeriscono che l’impatto della struttura finanziaria sulla crescita dipende dal livello di sviluppo finanziario e dal verificarsi di crisi bancarie. Sistemi eccessivamente sbilanciati verso un’unica forma di intermediazione, sia essa *bank-based* o *market-based*, tendono a generare rendimenti decrescenti in termini di crescita e una maggiore vulnerabilità sistemica (ad es., Chu, 2020). Tali risultati hanno indotto le istituzioni europee a sottolineare la necessità non di sostituire le banche con i mercati, bensì di riequilibrare il mix delle fonti di finanziamento, in particolare a favore delle PMI.

In Italia, la struttura produttiva incentrata sulle PMI e la storica predominanza delle banche nel finanziamento dell’economia reale hanno determinato una dipendenza particolarmente elevata dal credito bancario. Analisi empiriche mostrano che, soprattutto tra le imprese non quotate, l’utilizzo di strumenti di mercato quali obbligazioni, capitale azionario quotato e *private equity* rimane limitato, mentre le risorse interne e il debito bancario continuano a svolgere un ruolo dominante (cfr. Molinari et al., 2016; Banca d’Italia, vari anni). Le disparità territoriali contribuiscono ulteriormente ad accentuare tali dinamiche. Le imprese localizzate nelle aree meno sviluppate, in particolare nel Mezzogiorno, fanno un ricorso ancora maggiore alle fonti interne,

poiché l'accesso al finanziamento esterno risulta più difficile e costoso, traducendosi in vincoli stringenti alla crescita (Sarno, 2007). A livello microeconomico, l'evidenza basata su panel di imprese italiane indica inoltre che la crescita è spesso "fragile" e non supportata da strutture adeguate di debito a lungo termine. Molinari et al. (2016), analizzando un ampio campione di imprese italiane nel periodo 1998–2003, mostrano che la crescita dei ricavi è positivamente correlata alle passività non finanziarie e non è sostenuta da debito a lungo termine, suggerendo un utilizzo limitato di strumenti finanziari stabili a supporto dei processi di espansione. Nel complesso, tali risultati convergono verso una conclusione comune: la limitata diversificazione delle fonti di finanziamento, combinata con la centralità del credito bancario e la dipendenza dalle risorse interne, restringe la capacità delle imprese italiane di perseguire una crescita strutturale, in particolare nei periodi di incertezza macroeconomica e di irrigidimento delle condizioni di credito.

Uno sviluppo particolarmente rilevante nel contesto italiano è rappresentato dall'introduzione dei minibond nel 2012, uno strumento di debito di mercato concepito principalmente per le PMI non quotate. La riforma ha rimosso i vincoli regolamentari all'emissione obbligazionaria da parte delle imprese non quotate, creando nuove opportunità di finanziamento attraverso il mercato. Ongena et al. (2021) sfruttano la riforma dei minibond come un esperimento naturale e mostrano che le imprese emittenti ottengono, a parità di caratteristiche osservabili, tassi di interesse più bassi sui successivi prestiti bancari rispetto a imprese simili che non emettono minibond. Tale effetto viene interpretato come il risultato di un maggiore potere contrattuale nei confronti delle banche derivante dalla diversificazione delle fonti di finanziamento. Evidenza complementare è fornita da Croce et al. (2025), i quali riscontrano che l'emissione di minibond migliora l'accesso delle PMI al credito bancario, in linea con una riduzione delle asimmetrie informative e con una maggiore visibilità derivante dalla partecipazione ai mercati. Nel complesso, questi studi suggeriscono che la diversificazione del mix di finanziamenti si traduce in condizioni di finanziamento complessivamente migliori, con potenziali effetti positivi su investimenti e crescita. Più in generale, l'evidenza europea sulla finanza alternativa indica che l'accesso a fonti di finanziamento non bancarie rimane concentrato tra le imprese di maggiori dimensioni e più consolidate, mentre le PMI continuano ad affrontare ostacoli significativi (Manso Laso et al., 2025), rafforzando la rilevanza della diversificazione delle fonti di finanziamento in un'economia come quella italiana.

Muovendo da questo quadro di riferimento, il presente lavoro analizza la relazione tra la diversificazione delle fonti di finanziamento e la crescita delle imprese italiane, tenendo esplicitamente conto dell'eterogeneità dimensionale. Utilizzando un campione di 98.554 imprese italiane nel periodo 2014–2023, tratto dal database AIDA, combiniamo analisi descrittive e regressioni su dati panel per esaminare sia l'evoluzione del mix di finanziamento delle imprese sia le implicazioni in termini di crescita del peso dei debiti bancari. I risultati indicano che, nonostante un graduale aumento del capitale proprio e del debito a medio-lungo termine, le strutture di finanziamento delle imprese italiane rimangono fortemente concentrate, con una dipendenza particolarmente marcata dal credito bancario tra le micro e piccole imprese. Mentre il debito non bancario esercita un effetto positivo sulla crescita delle micro e piccole imprese, attenuando i vincoli finanziari, la crescita delle imprese di maggiori dimensioni appare in larga misura non vincolata dalla composizione delle

fonti di finanziamento, riflettendo un accesso stabile al credito. Nel complesso, lo studio mette in luce l'importanza strategica dell'ampliamento del mix di finanziamento delle imprese nelle economie a forte centralità bancaria e fornisce evidenza rilevante per le politiche pubbliche, in linea con gli obiettivi della Capital Markets Union europea e del Libro Verde italiano sulla competitività dei mercati finanziari.

Il resto del lavoro è organizzato come segue. La Sezione 2 fornisce il contesto istituzionale e una rassegna sistematica della letteratura, individuando i principali gap conoscitivi e le domande di ricerca. Le Sezioni 3 e 4 descrivono rispettivamente i dati e la metodologia empirica. La Sezione 5 presenta e discute i risultati principali, mentre la Sezione 6 conclude illustrando le implicazioni dello studio.

2. Contesto istituzionale e rassegna della letteratura

2.1 Contesto istituzionale

La necessità di ridurre la storica dipendenza dell'Europa dall'intermediazione bancaria e di costruire un sistema di finanziamento più diversificato è esplicitamente riconosciuta nei documenti ufficiali dell'Unione europea. Nel Libro Verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea (COM(2013)150), la Commissione ha evidenziato come una questione centrale, in una prospettiva post-crisi, sia se la “storicamente elevata dipendenza dell'Europa dall'intermediazione bancaria nel finanziamento degli investimenti a lungo termine” possa evolvere verso un sistema più diversificato, caratterizzato da un ruolo più rilevante dei mercati dei capitali e degli investitori istituzionali. L'obiettivo dichiarato del Libro Verde è quello di “migliorare e diversificare il sistema di intermediazione finanziaria per gli investimenti a lungo termine in Europa”, con l'intento di rafforzare la capacità del sistema finanziario di sostenere la crescita e la competitività.

Questo approccio è stato ulteriormente sviluppato nel Piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali (Capital Markets Union, CMU) del 2015 (COM(2015)468). Il documento mira alla creazione di un mercato unico dei capitali che “completi la solida tradizione europea di finanziamento bancario”, attraverso mercati dei capitali più profondi e integrati, in grado di “aprire un più ampio ventaglio di fonti di finanziamento” per le imprese e i progetti infrastrutturali. L'idea di fondo è che mercati dei capitali più sviluppati e integrati possano ridurre il costo del capitale, attenuare la vulnerabilità ai cicli del credito bancario e promuovere un'allocazione più efficiente del risparmio verso investimenti produttivi. Tale messaggio è ribadito nel factsheet sulla CMU pubblicato dalla Commissione, che sottolinea come l'Unione dei mercati dei capitali sia “essenziale per consentire alle imprese, in particolare a quelle di minori dimensioni, di ottenere i finanziamenti necessari per crescere”, evidenziando la necessità di ampliare le opportunità di finanziamento per le PMI oltre i canali bancari tradizionali.

Il Piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali del 2020 (COM(2020)590) ribadisce ulteriormente la necessità di rafforzare le fonti di finanziamento basate sul mercato nel contesto della ripresa post-pandemica. Il documento, richiamato in numerose sintesi ufficiali, afferma che “le imprese di tutte le dimensioni – e in particolare le PMI – necessitano di solide fonti di finanziamento di mercato”, osservando come tale esigenza fosse già presente prima della pandemia ma diventi ancora più urgente nel momento in cui “il credito bancario

potrebbe non essere più sufficiente” a sostenere la ripresa. Anche la Banca centrale europea, nel Rapporto sull’integrazione e la struttura finanziaria nell’area dell’euro, sottolinea che, a fronte di una “tradizionalmente forte dipendenza dal finanziamento bancario”, lo sviluppo dei mercati azionari e del *venture capital* contribuirebbe a diversificare le fonti di finanziamento delle imprese e a rafforzare la resilienza del sistema economico dell’area dell’euro.

Nel complesso, la posizione ufficiale dell’Unione europea converge su un punto chiave che è centrale anche nel dibattito italiano: la diversificazione delle fonti di finanziamento, attraverso il rafforzamento dei mercati dei capitali, degli investitori istituzionali e della finanza alternativa, è considerata necessaria per sostenere la crescita, ridurre il rischio sistemico e mitigare l’eccessiva dipendenza dal credito bancario.

A livello nazionale, il Libro Verde “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”, promosso dal Ministero dell’Economia e delle Finanze (MEF), si colloca esplicitamente in continuità con questo quadro europeo. Il suo obiettivo è stimolare un ampio dibattito su come rendere i mercati finanziari italiani più capaci di sostenere la crescita e gli investimenti. Presentato nel 2022, il documento è inquadrato dal MEF come parte di un “piano d’azione” volto a migliorare il quadro regolamentare e le prassi di attuazione, con particolare attenzione alla capacità dei mercati di convogliare il risparmio privato verso l’economia reale.

Nel corso della presentazione del Libro Verde, la Vice Direttrice Generale della Banca d’Italia, Alessandra Perrazzelli, ha sintetizzato con chiarezza l’obiettivo di policy, osservando che “una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese, unitamente a un’efficace tutela degli investitori e a miglioramenti nella giustizia civile, può certamente favorire l’allocazione del risparmio verso attività produttive”. Tale affermazione collega direttamente la competitività dei mercati finanziari italiani alle strutture finanziarie delle imprese, riconoscendo che un sistema produttivo eccessivamente dipendente da un unico canale bancario tende a essere più vulnerabile e meno dinamico.

Il Libro Verde e la relativa consultazione pubblica sottolineano pertanto la necessità di rafforzare il ruolo dei mercati dei capitali domestici, sia azionari sia obbligazionari, di sviluppare strumenti adeguati alle PMI (quali i minibond e i mercati dedicati alle *small caps*) e di favorire l’ingresso di investitori istituzionali e di lungo periodo, in coerenza con gli obiettivi dell’Unione dei mercati dei capitali.

2.2 Rassegna della letteratura

Per esaminare la letteratura sulla diversificazione delle fonti di finanziamento e la crescita delle imprese, conduciamo una rassegna sistematica della letteratura finalizzata a valutare lo stato dell’arte e a individuare i principali *gap* di ricerca. Seguendo approcci consolidati (Cosma et al., 2025), abbiamo effettuato una ricerca esaustiva nel database Web of Science. Utilizzando operatori logici AND/OR, sono stati selezionati gli studi i cui titoli, abstract, parole chiave o *Keyword Plus* includevano termini relativi alla crescita delle imprese in combinazione con concetti associati alla diversificazione delle fonti di finanziamento (Figura 1). In particolare, la strategia di ricerca si è basata su due insiemi di parole chiave:

- *Firms' growth: "financial constraint*", "firm* growth", "compan* growth", "corporate* growth", "enterprise* growth", "SME* growth", "firm* investment*", "compan* investment*", "corporate* investment*", "enterprise* investment*", "SME* investment*"*
- *Funding diversification: "capital structure", "financial structure", "funding source*", "financing mix", "funding mix", "financing choic*", "funding decision*", "funding diversification", "listing"*

La ricerca iniziale ha prodotto 423 documenti. Successivamente, il campione è stato affinato includendo esclusivamente articoli e review pubblicati in lingua inglese fino al 2024. Inoltre, l'analisi è stata limitata agli studi classificati in specifiche categorie disciplinari del Web of Science, vale a dire: *Business Finance, Economics, Business, Management, Environmental Sciences, Environmental Studies, Green and Sustainable Science and Technology, Multidisciplinary Sciences, Social Sciences Interdisciplinary e Social Sciences Mathematical Methods*. Questa fase di screening ha condotto a un campione ridotto di 308 documenti. A seguito di un'analisi approfondita di titoli, abstract e testi completi, sono stati infine selezionati 125 studi ritenuti pienamente pertinenti agli obiettivi del presente lavoro.

Successivamente, abbiamo individuato i principali cluster tematici presenti nella letteratura utilizzando VOSviewer. L'analisi di rete (Figura 2) evidenzia la presenza di tre cluster distinti ma interrelati, tutti incentrati sulla struttura del capitale delle imprese, sebbene caratterizzati da differenti prospettive analitiche. Il cluster verde si concentra sulla comprensione della struttura del capitale e delle sue implicazioni per la creazione di valore; il cluster rosso analizza l'interazione tra struttura del capitale, vincoli finanziari e decisioni di investimento delle imprese; il cluster blu pone l'accento sulla relazione tra struttura del capitale, vincoli finanziari e crescita d'impresa. Le sottosezioni che seguono discutono ciascun cluster in dettaglio, passando in rassegna i contributi che risultano maggiormente coerenti con tali aree tematiche.

2.1.1 Primo cluster (verde): struttura del capitale e creazione di valore

La prima area tematica mette in evidenza come la struttura del capitale emerga dall'interazione tra caratteristiche interne dell'impresa e fattori esterni di natura istituzionale, macroeconomica e di policy. La struttura del capitale, incluse le scelte deliberate di leva nulla (*zero leverage*), risulta pertanto dipendente dal contesto, e plasmata sia dalle opportunità sia dai vincoli, riflettendo le risposte strategiche delle imprese alle frizioni finanziarie e all'ambiente operativo in cui esse operano. Inoltre, i contributi riconducibili a questo cluster suggeriscono che la struttura del capitale riveste un ruolo centrale nei processi di creazione di valore e che il mantenimento di un equilibrio ottimale tra leva finanziaria e atteggiamento prudentiale può accrescere il valore e la performance dell'impresa.

Per quanto riguarda i fattori interni, Chit & Rizov (2024) mostrano che la diversificazione delle fonti di finanziamento delle PMI è guidata dal grado di vincoli finanziari: le imprese moderatamente vincolate diversificano strategicamente per sfruttare complementarità e effetti di moltiplicazione del credito, mentre le imprese non vincolate fanno affidamento prevalentemente sull'autofinanziamento. Poutziouris et al. (2022) dimostrano che fattori specifici d'impresa, tra cui la dimensione e le prospettive di crescita, influenzano le scelte di indebitamento nel tempo, con una struttura del capitale che si aggiusta dinamicamente riflettendo sia la *pecking order theory* sia considerazioni di tipo *agency*. La gestione dei flussi di cassa rappresenta una ulteriore determinante interna cruciale: Ramesh & Sampath (2023), fornendo evidenza per l'India, mostrano che le imprese tendono a destinare i flussi di cassa correnti all'estinzione del debito, al mantenimento della flessibilità finanziaria e al sostegno degli investimenti futuri, illustrando come decisioni di gestione della liquidità di breve periodo incidano sulla leva finanziaria e sulla capacità di indebitamento nel medio-lungo termine. Con riferimento al caso specifico delle imprese a leva nulla, Choi (2024) rileva che le imprese non indebitate prima della pandemia da COVID-19 hanno registrato una contrazione degli investimenti più contenuta e hanno aumentato la leva in modo più marcato rispetto alle imprese già indebitate, evidenziando come la preservazione della flessibilità finanziaria rappresenti una motivazione chiave alla base della scelta di *zero leverage*. Nei settori ad alta tecnologia, Kokoreva et al. (2023) documentano inoltre che le imprese spesso evitano il ricorso al debito a causa di una combinazione di motivi precauzionali, vincoli finanziari e fenomeni di *managerial entrenchment*, con le imprese non vincolate che rinunciano deliberatamente al debito per mantenere maggiore flessibilità.

I contesti istituzionali, invece, definiscono il quadro entro il quale le imprese assumono decisioni strategiche di finanziamento, incidendo non solo sul livello di indebitamento, ma anche sulla tempistica, sulla struttura per scadenza e sulla diversificazione delle fonti di finanziamento. Ad esempio, Casino-Martínez et al. (2023) mostrano che, nelle imprese private europee, una regolamentazione di elevata qualità tende a ridurre la leva finanziaria, mentre una forte tutela contrattuale e sistemi finanziari ben sviluppati favoriscono un maggiore ricorso al debito. Poutziouris et al. (2022) evidenziano inoltre che le condizioni macroeconomiche, inclusi i cicli economici, interagiscono con le caratteristiche interne delle imprese influenzando la leva delle PMI, dando luogo a pattern di aggiustamento non lineari e dinamici. Nel caso delle imprese a leva nulla, Morais et al. (2024) forniscono evidenza del fatto che i sistemi finanziari e le condizioni macroeconomiche più ampie

incidono in modo significativo sul grado di conservatorismo finanziario. In particolare, i sistemi *market-based* incentivano la motivazione legata alla flessibilità finanziaria alla base dello zero *leverage*, mentre i sistemi *bank-based* e le fasi di crisi possono aumentare la diffusione di scelte di leva nulla determinate da vincoli finanziari. Oltre ai fattori istituzionali di natura statica, esperimenti quasi naturali offrono evidenza causale su come shock di *policy* e monetari influenzino la struttura del capitale. Fang et al. (2024) utilizzano la riforma dell'IVA in Cina per mostrare che riduzioni dell'aliquota IVA determinano una diminuzione significativa della leva finanziaria complessiva delle imprese, in particolare del debito a breve termine, con il miglioramento della redditività e dei flussi di cassa che agisce come principale canale di trasmissione. Tran et al. (2024) si concentrano sui rischi di transizione climatica e mostrano che la vulnerabilità climatica incentiva le imprese a mantenere livelli di indebitamento più contenuti, soprattutto nel periodo successivo all'Accordo di Parigi. Infine, Han et al. (2024) dimostrano che la comunicazione delle banche centrali influenza la differenziazione della leva tra imprese, riducendo i disallineamenti finanziari, stabilizzando le aspettative e mitigando la miopia manageriale, oltre ad accelerare l'aggiustamento dinamico della struttura del capitale, in particolare per le imprese soggette a maggiore discriminazione creditizia.

Oltre a determinare le scelte di finanziamento delle imprese, la struttura del capitale svolge un ruolo cruciale nel plasmare il valore e la performance aziendale. Evidenza relativa a imprese statunitensi caratterizzate da problemi di *agency* mostra che sia le disponibilità liquide sia la leva finanziaria presentano una relazione non lineare, a forma di U, con il valore d'impresa, indicando che livelli estremi di conservatorismo finanziario o di indebitamento eccessivo possono risultare distruttivi di valore (Iona et al., 2020). Nei mercati emergenti, Chipeta et al. (2021) dimostrano che le imprese indotte a adottare politiche conservative a causa di un accesso limitato al finanziamento registrano valutazioni di mercato e redditività inferiori, mentre le imprese non vincolate che scelgono il conservatorismo per preservare la flessibilità finanziaria beneficiano di effetti positivi in termini di valore. In modo analogo, l'evidenza proveniente dalle economie in transizione mette in luce le conseguenze del *debt overhang*: Botta (2020) mostra che le imprese eccessivamente indebitate riducono gli investimenti durante le fasi di crisi, con ricadute negative sulla performance, mentre le imprese finanziariamente flessibili riescono a sostenere l'attività di investimento e a conseguire rendimenti più elevati. Infine, Ueda & Sharma (2020) rilevano che le imprese quotate presentano in generale rendimenti delle attività (ROA) inferiori rispetto a imprese non quotate comparabili, riflettendo una maggiore intensità di capitale e minori vincoli finanziari.

2.2.2 Secondo cluster (rosso): interazione tra struttura del capitale, vincoli finanziari e investimenti d'impresa

La seconda area tematica analizza il quadro complesso in cui le decisioni di struttura del capitale interagiscono con i vincoli finanziari nel determinare i modelli di investimento, mentre le iniziative in materia di sostenibilità e gli obiettivi di innovazione modulano ulteriormente tali relazioni.

Più nello specifico, studi quali Legesse et al. (2021), Wang et al. (2022) e Dong et al. (2024) dimostrano che la configurazione del finanziamento tramite debito e il relativo profilo di scadenza incidono direttamente sugli

investimenti domestici ed esteri delle imprese, nonché sulla produttività del capitale investito. Legesse et al. (2021) mostrano che livelli più elevati di leva finanziaria possono mitigare fenomeni di *overinvestment* e, al contempo, attenuare i rischi di *underinvestment* per le imprese con risorse interne limitate, evidenziando il ruolo di mediazione delle decisioni di investimento aziendale nel tradurre le scelte di struttura del capitale in risultati produttivi. Analogamente, Wang et al. (2022) rilevano che il debito a breve termine può comprimere la spesa in conto capitale a causa dei rischi di rifinanziamento, in particolare nelle imprese con condizioni finanziarie più fragili, illustrando come la dimensione temporale della leva interagisca con i vincoli finanziari nel modellare il comportamento di investimento. Adu-Ameyaw et al. (2024) estendono ulteriormente tali evidenze documentando come la sensibilità degli investimenti ai flussi di cassa vari tra attività tangibili e intangibili e dipenda da caratteristiche d'impresa quali dimensione, età e status di quotazione, indicando che i vincoli finanziari e l'accesso alle risorse interne rimangono determinanti cruciali delle decisioni di investimento. Per quanto riguarda lo status di quotazione e l'accesso ai mercati, Dougal & Retzl (2021) e Cong & Howell (2021) suggeriscono un ruolo moderatore nel comportamento di investimento, mostrando che le imprese quotate o *cross-listed* presentano sensibilità differenziate alle opportunità di investimento. Infine, la struttura finanziaria, quando combinata con il rischio politico (King et al., 2021), incide in modo significativo sulle decisioni di investimento e sui processi di espansione internazionale delle imprese, soprattutto nel caso di imprese caratterizzate da vincoli finanziari e limitate opportunità di crescita.

Su questa base, la ricerca integra inoltre elementi legati all'innovazione e alla sostenibilità come meccanismi attraverso i quali si articola la relazione tra struttura del capitale e investimenti. Lin et al. (2023) mostrano che la finanza digitale può accrescere l'efficienza degli investimenti rafforzando la diversificazione della struttura finanziaria delle imprese e illustrando come le innovazioni tecnologiche nell'intermediazione finanziaria contribuiscano ad alleviare i vincoli finanziari e a migliorare l'allocazione del capitale. In modo analogo, gli studi sugli investimenti tecnologici e ad alta intensità di R&S (Wang et al., 2021; Bragoli et al., 2020; Yang & Lai, 2021) evidenziano come la struttura finanziaria interagisca con i vincoli di finanziamento nel condizionare la tempistica, la scala e il comportamento di assunzione del rischio nei progetti innovativi, includendo l'utilizzo della leva finanziaria per accelerare gli investimenti in R&S e generare *spillover* intra-settoriali. Le pratiche di sostenibilità ambientale sono anch'esse sempre più riconosciute come fattori critici nel plasmare i vincoli finanziari e le scelte di investimento. Gibbons (2024) rileva che i regimi obbligatori di informativa non finanziaria favoriscono l'investimento istituzionale in progetti innovativi di lungo periodo, suggerendo che trasparenza e meccanismi di governance possano influenzare il nesso tra struttura del capitale e investimenti attirando capitali orientati al lungo termine. Banerjee et al. (2020) e Jادیyappa & Krishnankutty (2022) forniscono evidenza, rispettivamente a livello *cross-country* e nazionale, del fatto che le imprese che adottano pratiche ambientalmente sostenibili o operazioni "green" affrontano vincoli finanziari più contenuti e una minore sensibilità degli investimenti ai flussi di cassa interni, rafforzando l'idea che le strategie di sostenibilità possano migliorare l'accesso al capitale e sostenere investimenti produttivi.

2.2.3 Terzo cluster (blu): interazione tra struttura del capitale, vincoli finanziari e crescita d'impresa

La terza area tematica sottolinea come la struttura del capitale non rappresenti soltanto uno strumento di gestione finanziaria, ma anche un fattore abilitante cruciale della crescita d'impresa. In contesti diversi e per differenti tipologie di imprese, l'evidenza empirica suggerisce in modo coerente che la configurazione del capitale (sia esso sotto forma di debito, capitale proprio o strumenti ibridi) può favorire o, al contrario, limitare la crescita aziendale in funzione dei vincoli finanziari, della dimensione d'impresa e del contesto istituzionale.

Khémiri & Noubbigh (2021), ad esempio, documentano una relazione non lineare tra debito e crescita nelle imprese dell'Africa subsahariana, in cui livelli moderati di indebitamento favoriscono la crescita, mentre un eccesso di leva risulta penalizzante. In modo rilevante, lo studio evidenzia come la liberalizzazione finanziaria possa modificare tale relazione, suggerendo che i quadri di *policy* e l'accessibilità ai mercati interagiscono con le decisioni di struttura del capitale a livello d'impresa nel determinare la crescita. Analogamente, Berger et al. (2020) mostrano che una deregolamentazione bancaria di natura esogena stimola la crescita attraverso molteplici canali di finanziamento (ossia debito a breve termine, debito a lungo termine e capitale proprio), ma soltanto per le imprese caratterizzate da vincoli finanziari relativamente contenuti, illustrando come la capacità di finanziamento a livello d'impresa condizioni i benefici in termini di crescita derivanti da un ampliamento dell'accesso al capitale. La sostenibilità e la resilienza operativa contribuiscono anch'esse a plasmare il nesso tra struttura del capitale e crescita, influenzando sia l'accesso al finanziamento sia l'efficienza degli investimenti. Lin & Li (2025) mostrano che la resilienza delle catene di fornitura e le performance ESG contribuiscono alla crescita sostenibile attraverso canali complementari: la resilienza della *supply chain* sostiene la crescita migliorando l'efficienza produttiva, mentre le performance ESG favoriscono la crescita attenuando i vincoli finanziari ed ampliando le fonti di finanziamento. Tali effetti risultano particolarmente pronunciati nelle imprese di piccole dimensioni ad alta intensità tecnologica e nelle fasi iniziali del ciclo di crescita, nonché nelle imprese prive di una struttura di doppio ruolo del CEO.

La quotazione in borsa e il ricorso al capitale azionario pubblico emergono come meccanismi chiave in grado di favorire la crescita alleviando i vincoli finanziari e facilitando l'accumulazione di capitale. Studi empirici condotti in diversi Paesi dimostrano che la quotazione non solo amplia l'accesso al finanziamento esterno, ma accresce anche la sensibilità degli investimenti alle opportunità di crescita, promuovendo così i processi di espansione. Yarba & Yassa (2022) forniscono evidenza per la Turchia secondo cui le imprese quotate registrano una crescita più marcata di vendite, occupazione e attività rispetto a controparti private comparabili, mentre French et al. (2021) confermano, nel caso del Giappone, che la quotazione attenua sia i vincoli finanziari sia i problemi di *agency*, conducendo a un'allocazione più efficiente degli investimenti. In Sudafrica, Egu & Chiloane-Tsoka (2023) mostrano che le PMI che si quotano sul mercato JSE AltX sperimentano una crescita accelerata, un miglioramento della performance finanziaria e una maggiore visibilità sul mercato, evidenziando il potenziale dei mercati azionari nel sostenere la scalabilità delle PMI e il loro contributo alla crescita economica nazionale.

2.3 Gap di ricerca e domande di ricerca

L'analisi tematica della letteratura evidenzia che, a fronte di un ampio filone di studi dedicato all'impatto della struttura del capitale sulle decisioni di investimento delle imprese, è stata riservata un'attenzione decisamente minore alla questione se e in che modo la diversificazione delle fonti di finanziamento si traduca effettivamente in crescita d'impresa. I pochi contributi esistenti incentrati sulla crescita suggeriscono che la configurazione della struttura del capitale possa favorire o limitare i processi di espansione in funzione della solidità finanziaria, del contesto istituzionale e delle caratteristiche specifiche delle imprese; tuttavia, l'evidenza empirica rimane ancora limitata.

Da una prospettiva geografica, la letteratura esistente risulta fortemente sbilanciata verso le economie *market-based*, come gli Stati Uniti, oppure verso economie emergenti e in transizione (ad es. Cina, Giappone, India e Paesi africani). L'evidenza relativa alle economie europee avanzate a forte centralità bancaria rimane invece frammentata, e gli studi a livello di singolo Paese sono limitati. In questo senso, l'Italia rappresenta un contesto particolarmente rilevante e ancora poco esplorato. In quanto economia avanzata caratterizzata da un sistema finanziario fortemente *bank-based* e da una struttura produttiva dominata da PMI con assetti di governance concentrati, l'Italia offre un laboratorio naturale per analizzare se e in che misura la diversificazione delle fonti di finanziamento si traduca in crescita d'impresa. Storicamente, la configurazione della struttura del capitale delle imprese italiane ha sostenuto la continuità operativa e gli investimenti di base, ma ha anche accresciuto la vulnerabilità a shock macro-finanziari e a fasi di restrizione del credito. L'evidenza empirica indica che il ricorso limitato a strumenti di mercato e la prevalenza dell'autofinanziamento restringono la capacità delle imprese di intraprendere progetti orientati alla crescita, in particolare quelli a maggiore contenuto innovativo o con orizzonti temporali più lunghi (Molinari et al., 2016; Sarno, 2007).

Muovendo da questo contesto, il presente lavoro analizza la relazione tra la diversificazione delle fonti di finanziamento e la crescita delle imprese in Italia. In particolare, affrontiamo le seguenti domande di ricerca:

DR1. In che misura le imprese italiane diversificano le proprie fonti di finanziamento e come si è evoluta nel tempo tale diversificazione?

DR2. In che modo il peso del canale bancario nell'articolazione dell'indebitamento influenza la crescita delle imprese italiane?

Affrontando tali quesiti e tenendo esplicitamente conto dell'eterogeneità dimensionale delle imprese, il nostro studio si colloca in stretta coerenza con gli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali europea, che promuove un più ampio accesso al finanziamento basato sul mercato come leva per la crescita, e con il Libro Verde italiano sulla competitività dei mercati finanziari, che sottolinea la necessità di ridurre l'eccessiva dipendenza dal credito bancario. In tal modo, forniamo evidenza originale sul ruolo della diversificazione della struttura del capitale e dell'accesso ai mercati azionari come determinanti della crescita d'impresa in un'economia dominata dalle PMI, caratterizzata da vincoli finanziari persistenti e da una partecipazione limitata ai mercati dei capitali.

3. Campione e dati

3.1 Campione

Il campione analizzato in questo studio è stato costruito a partire dall'universo delle imprese italiane incluse nel database AIDA, un dataset dedicato alle società italiane sviluppato da Bureau van Dijk – Moody's Analytics, applicando un insieme di criteri di selezione finalizzati a garantire la coerenza con gli obiettivi di ricerca e un adeguato livello di qualità dei dati.

In primo luogo, sono state considerate esclusivamente le imprese operanti in settori ATECO rilevanti per l'analisi, escludendo le attività non pertinenti o soggette a specifici regimi regolamentari. In particolare, sono stati esclusi i codici ATECO 2007 corrispondenti ai seguenti settori: Costruzioni (41–43), Attività finanziarie e assicurative (64–66), Attività immobiliari (68), Amministrazione pubblica e difesa (84), Istruzione (85), Sanità e assistenza sociale (86–88), Attività di organizzazioni associative (94), Attività di famiglie e convivenze come datori di lavoro e attività di produzione di beni e servizi indifferenziati per uso proprio (97–98), nonché Attività di organizzazioni ed organismi extraterritoriali (99). Successivamente, sono state incluse le imprese per le quali risultavano disponibili i bilanci relativi all'esercizio 2023, nonché almeno un bilancio annuale nel periodo 2014–2023, corrispondente all'intero orizzonte temporale coperto dalla serie storica del database. L'applicazione di tali criteri ha condotto a un campione preliminare di 241.859 imprese. In una fase successiva, l'analisi è stata ulteriormente circoscritta alle imprese che hanno pubblicato almeno un bilancio in formato ordinario o ordinario-abbreviato (Abbreviato D) nel periodo considerato; sono pertanto state escluse le imprese che riportavano esclusivamente bilanci in formato abbreviato, caratterizzati da un livello informativo insufficiente. Il campione finale è composto da 98.554 imprese per le quali risulta disponibile almeno un bilancio in formato ordinario o ordinario-abbreviato (D). Le osservazioni coprono il periodo 2014–2023 e danno luogo a un panel non bilanciato di 969.801 osservazioni impresa-anno, dopo l'esclusione delle osservazioni con valori negativi delle attività totali, del capitale proprio, del debito finanziario e delle immobilizzazioni.

3.2 Crescita e misure di diversificazione delle fonti di finanziamento

Per le analisi empiriche, abbiamo costruito un insieme di variabili derivate dai bilanci d'esercizio delle imprese. Al fine di attenuare le distorsioni indotte da valori estremi, tutte le variabili utilizzate nell'analisi sono state winsorizzate al 5° e al 95° percentile (su base annuale).

La variabile dipendente impiegata nello studio è la crescita d'impresa, approssimata dalla crescita delle attività (*asset growth*). Tale misura coglie l'espansione della capacità produttiva e della

dimensione complessiva dell'impresa ed è ampiamente utilizzata nella letteratura come indicatore di crescita aziendale. La crescita delle attività è calcolata come:

$$Growth_{i,t} = \frac{(TA_{i,t} - TA_{i,t-1} + Dep_FA_{i,t})}{TA_{i,t-1}}$$

Dove TA rappresenta il Totale Attivo (dell'impresa i negli anni t e $t-1$), mentre $Dep_FA_{i,t}$ rappresenta gli ammortamenti e le svalutazioni delle immobilizzazioni nell'anno t e tiene conto del consumo e delle riduzioni di valore del capitale nel tempo, fornendo così una rappresentazione più accurata dell'investimento netto e della crescita reale dei beni aziendali.

La diversificazione delle fonti di finanziamento è approssimata dalla variabile $Bank_weight$ definita come la quota dei prestiti bancari sul totale dei debiti finanziari esterni:

$$Bank_weight_{i,t} = \frac{Bank_loans_{i,t}}{DF_{i,t}}$$

Dove $DF_{i,t}$ rappresenta il totale dei debiti finanziari esterni ed è calcolato come la somma dei prestiti bancari, delle obbligazioni, delle obbligazioni convertibili, dei commercial paper e delle altre forme di indebitamento finanziario esterno.

3.3 Altre caratteristiche aziendali

Le analisi descrittive ed empiriche si basano su un insieme comune di variabili a livello d'impresa, utilizzate con ruoli differenti a seconda della specifica domanda di ricerca e della strategia empirica adottata. In particolare, consideriamo tre misure di leva finanziaria: i. DF/E , definita come il rapporto tra il debito finanziario totale e il capitale proprio; ii. DF/TA , che misura il rapporto tra il debito finanziario e il Totale Attivo; e iii. E/TA , calcolata come il rapporto tra il capitale proprio e il Totale Attivo. Per tenere conto della struttura per scadenza del debito, includiamo inoltre: i. ST_debt_weight , la quota del debito a breve termine sul totale del debito finanziario; e ii. MLT_debt_weight , la quota del debito a medio-lungo termine sul totale del debito finanziario.

Abbiamo inoltre raccolto informazioni relative a un insieme di caratteristiche chiave a livello d'impresa, includendo: i. $Size$, misurata come il logaritmo naturale del Totale Attivo; ii. Age , definita come il logaritmo naturale degli anni di attività; iii. ROA , calcolato come il reddito operativo (al netto degli ammortamenti delle immobilizzazioni) rapportato alle attività totali; iv. $Intangibles/TA$, il rapporto tra le attività immateriali e il Totale Attivo; v. $Cash/Revenues$, definita come la somma della liquidità disponibile e dei flussi di cassa operativi non finanziari dell'anno precedente, rapportata ai ricavi correnti, al fine di catturare le risorse interne disponibili prima delle decisioni di investimento; vi. $Capital_intensity$, misurata come il rapporto tra attività totali e ricavi; vii. $Revenues$, espressi come

logaritmo naturale dei ricavi e indicativi della dimensione operativa dell'impresa; viii. *NACE2*, che identifica il settore di attività dell'impresa a livello di codice NACE a due cifre; ix. *Employees*, definita come il logaritmo naturale del numero di addetti; and x. *Inventory/TA*, misurata come il rapporto tra rimanenze e Totale Attivo. Le definizioni e le modalità di utilizzo di tutte le variabili impiegate nello studio sono riportate nella Tabella A1 (Appendice).

4. Metodologia

Lo studio affronta due principali domande di ricerca. La prima domanda di ricerca (DR1) riguarda la misura in cui le imprese italiane diversificano le proprie fonti di finanziamento e il modo in cui tale diversificazione si è evoluta nel tempo. Questa domanda è affrontata principalmente attraverso analisi descrittive, che forniscono una panoramica delle tendenze nella composizione del debito e nel grado di diversificazione all'interno del campione (Sezione 5.1).

La seconda domanda di ricerca (DR2) analizza in che modo i canali di finanziamento complementari influenzino la crescita delle imprese italiane ed è esaminata mediante un approccio empirico formale, descritto nella sottosezione che segue.

4.1 Regressione panel

Per rispondere alla DR2, stimiamo il seguente modello empirico:

$$Growth_{i,t} = \beta_0 + \beta X_{i,t-1} + \sum_{j=1}^8 \beta_j Z_{i,t-1} + \gamma_s + \tau_t + \varepsilon_{i,t}$$

Dove X rappresenta la variabile indipendente che cattura la diversificazione delle fonti di finanziamento (*Bank_weight*). Nella specificazione, la variabile chiave è inclusa con un ritardo di un periodo al fine di attenuare potenziali problemi di simultaneità e di causalità inversa. Z denota l'insieme delle variabili di controllo e comprende le determinanti standard della crescita e degli investimenti a livello d'impresa: *MLT_debt_weight*, *Age*, *ROA*, *Intangibles/TA*, *Cash/Revenues*, *Capital_intensity* and *Revenues*. γ_s e τ_t rappresentano rispettivamente gli effetti fissi settoriali e temporali, inclusi per tenere conto di shock macroeconomici comuni e dell'eterogeneità strutturale tra settori, mentre $\varepsilon_{i,t}$ è il termine di errore. Gli errori standard sono clusterizzati a livello di impresa al fine di correggere per eteroschedasticità e correlazione seriale all'interno delle unità osservate.

La Tabella A2 in Appendice riporta le statistiche descrittive delle variabili impiegate nel modello empirico sopra descritto, mentre la Tabella A3, sempre in Appendice, presenta la matrice di

correlazione. Le correlazioni risultano generalmente di entità moderata, suggerendo l'assenza di rilevanti problemi di multicollinearità.

5. Risultati e discussione

5.1 Analisi descrittiva: struttura finanziaria e diversificazione delle fonti (2014–2023)

In questa sezione esaminiamo la struttura finanziaria delle imprese incluse nel nostro campione durante il periodo 2014–2023. Per caratterizzare il mix tra debito e capitale proprio, utilizziamo tre indicatori, ossia DF/E , DF/TA , e E/TA (per le definizioni si veda la Sezione 3.3). La Tabella 1 ne riporta i valori medi nel periodo considerato. Nel complesso, sia DF/E sia DF/TA mostrano una riduzione progressiva nel tempo. In particolare, il valore medio di DF/E scende da $1.48\times$ nel 2014 a $0.80\times$ nel 2023 (-46%), mentre DF/TA si riduce da $0,17\times$ nel 2014 a $0,14\times$ nel 2023 (-17,7%). Al contrario, il rapporto di patrimonializzazione (E/TA) evidenzia un aumento significativo, passando da $0,29\times$ nel 2014 a $0,38\times$ nel 2023 (+31%). La riduzione osservata della leva finanziaria può pertanto essere attribuita sia a una contrazione del debito finanziario, particolarmente accentuata a partire dal 2022, sia, in misura ancora maggiore, al rafforzamento patrimoniale delle imprese, con implicazioni positive in termini di solidità finanziaria e resilienza. Nel complesso, le attività totali risultano finanziate, in media, per il 16% tramite debito finanziario verso terzi, per il 35% attraverso mezzi propri e per la quota residua mediante passività operative.

Tabella 1. Valori medi annuali di DF/E , DF/TA and E/TA (2014-2023)

Year	DF/E	DF/TA	E/TA
2014	1.48	0.17	0.29
2015	1.40	0.17	0.29
2016	1.30	0.17	0.30
2017	1.22	0.17	0.31
2018	1.16	0.17	0.32
2019	1.08	0.16	0.33
2020	1.06	0.17	0.35
2021	1.00	0.17	0.35
2022	0.91	0.16	0.35
2023	0.80	0.14	0.38

Le tabelle successive analizzano la composizione del debito, sia in termini di tipologia sia di scadenza. Con riferimento alla tipologia del debito (Tabella 2), emerge, come atteso, una netta predominanza dei prestiti bancari, senza soluzione di continuità. Nel complesso, il finanziamento di mercato (obbligazioni, obbligazioni convertibili e commercial paper) ha rappresentato in media poco più dell'1%. Nonostante le iniziative di policy e gli interventi regolamentari volti a promuovere l'emissione di obbligazioni, la quota di debito bancario è leggermente aumentata (dal 90,4% al 90,9%), mentre quella degli strumenti di mercato si è ridotta (dall'1,55% allo 0,98%). Per quanto

riguarda la scadenza del debito (Tabella 3), si osserva un incremento significativo del debito a medio-lungo termine rispetto a quello a breve termine. In media, *ST_debt_weight* si è ridotto dal 65% al 48%, mentre *MLT_debt_weight* è aumentato dal 35% al 52%.

In sintesi, l'analisi conferma la persistente centralità del credito bancario e la limitata diversificazione delle fonti di finanziamento, nonostante la crescente incidenza del debito a medio-lungo termine. La struttura del debito rimane pertanto fortemente concentrata, con implicazioni rilevanti per la resilienza finanziaria delle imprese. Inoltre, nel periodo considerato, gli incrementi nella diversificazione delle fonti di finanziamento si sono manifestati principalmente attraverso un aumento della quota di capitale proprio, piuttosto che mediante un ampliamento del mix di strumenti e canali di debito.

Tabella 2. Valori medi annuali di *Bank_weight*, *Bonds_weight*, *ConBonds_weight*, *CommPaper_weight*, *OtherFD_weight* (2014-2023)

Year	Bank weight	Bonds weight	ConBonds weight	CommPaper weight	OthersFD weight
2014	0.9042	0.0085	0.0008	0.0062	0.080
2015	0.9075	0.0070	0.0007	0.0059	0.079
2016	0.9091	0.0068	0.0007	0.0058	0.078
2017	0.9123	0.0063	0.0006	0.0050	0.076
2018	0.9136	0.0061	0.0005	0.0048	0.075
2019	0.9086	0.0059	0.0005	0.0047	0.080
2020	0.9163	0.0054	0.0004	0.0042	0.074
2021	0.9169	0.0056	0.0004	0.0035	0.074
2022	0.9140	0.0055	0.0004	0.0037	0.076
2023	0.9091	0.0059	0.0003	0.0036	0.081

Table 3. Valori medi annuali di *ST_debt_weight*, e *MLT_debt_weight* (2014-2023)

Year	ST_debt weight	MLT_debt weight
2014	0.65	0.35
2015	0.63	0.37
2016	0.60	0.40
2017	0.60	0.40
2018	0.60	0.40
2019	0.59	0.41
2020	0.44	0.56
2021	0.42	0.58
2022	0.45	0.55
2023	0.48	0.52

5.2 Analisi descrittiva: dimensione d'impresa, struttura finanziaria e diversificazione delle fonti (2014–2023)

La letteratura empirica riguardante il contesto italiano individua la dimensione d'impresa come una determinante chiave della struttura finanziaria. Numerosi studi documentano che le imprese di maggiori dimensioni tendono a presentare livelli di leva finanziaria più elevati, in linea con l'ipotesi secondo cui una scala più ampia riduce i costi informativi e facilita l'accesso al credito. L'evidenza basata su ampi campioni di PMI italiane indica che la dimensione, misurata attraverso il Totale Attivo o il numero di addetti, è positivamente e significativamente correlata alla leva finanziaria, anche dopo aver controllato per redditività, rischio e altre caratteristiche d'impresa (di Pietro et al., 2019). Risultati coerenti emergono anche da analisi *cross-section* delle imprese italiane, nelle quali la dimensione figura tra i fattori strutturali più rilevanti nello spiegare il rapporto debito/attività (Campanella & Serino, 2019).

Oltre ai livelli medi di leva finanziaria, la dimensione d'impresa incide anche sulla dinamica della leva lungo il ciclo economico. Studi panel di lungo periodo mostrano che, nelle fasi iniziali delle recessioni, gli aggiustamenti più marcati della leva si osservano sia nelle imprese di dimensioni molto grandi sia in quelle molto piccole, mentre le imprese di medie dimensioni presentano variazioni più gradualmente. Inoltre, le imprese di piccola dimensione tendono a ridurre la leva con maggiore difficoltà durante le crisi prolungate, riflettendo profitti compressi e limitate opportunità di ricapitalizzazione (De Socio, 2020).

Nel complesso, l'evidenza relativa al contesto italiano conferma che la dimensione d'impresa costituisce una determinante strutturale della leva finanziaria, interagendo con caratteristiche a livello micro (redditività, intensità di capitale, rischio) e con fattori macro-istituzionali (condizioni del credito, specificità territoriali). Tale configurazione risulta coerente con le implicazioni delle teorie del *trade-off* e della *pecking order*, secondo le quali una maggiore dimensione attenua le asimmetrie informative e riduce il costo del debito, consentendo alle imprese più grandi di sostenere livelli di leva più elevati. Risulta pertanto di primario interesse replicare l'analisi precedente suddividendo il campione secondo le consuete classi dimensionali: Micro (Totale Attivo inferiore a 450 mila euro), Piccole (tra 450 mila e 5 milioni di euro), Medie (tra 5 e 25 milioni di euro) e Grandi (superiore a 25 milioni di euro).

Come emerge dalla Tabella 4, sia DF/E sia DF/TA mostrano una riduzione progressiva per tutte le classi dimensionali a eccezione delle microimprese. In particolare, tra il 2014 e il 2023 DF/E si riduce del 49% per le imprese piccole, del 45% per le medie e del 44% per le grandi, mentre le microimprese registrano, al contrario, un aumento pari al 5%. Se dieci anni fa le microimprese presentavano il

livello di leva più contenuto (0,893), esse mostrano oggi il valore più elevato di DF/E (0,934). Si osserva pertanto un'inversione della relazione tra leva finanziaria e dimensione d'impresa, che non era presente all'inizio del periodo considerato.

Andamenti analoghi emergono anche per DF/TA . Per le tre classi dimensionali maggiori, DF/TA diminuisce lievemente fino al 2019, aumenta nel 2020 (periodo della pandemia da COVID-19), con l'eccezione delle imprese grandi, per poi ridursi nuovamente negli anni successivi. In media, DF/TA si riduce del 18% per le imprese piccole, del 22% per le medie e del 23% per le grandi. Al contrario, per le microimprese tale quota aumenta del 27%.

Per quanto riguarda E/TA , il valore medio cresce del 30% per le imprese piccole, del 22% per le medie e del 19% per le grandi, mentre diminuisce del 17% per le microimprese. Ne consegue che oggi la relazione positiva tra dimensione d'impresa e grado di patrimonializzazione risulta più marcata rispetto a dieci anni fa. La riduzione della leva osservata nelle tre classi dimensionali maggiori è stata quindi determinata sia da una diminuzione del debito sia da un rafforzamento del capitale proprio, in particolare tra le imprese piccole. Per le microimprese, al contrario, l'aumento della leva è riconducibile sia a una riduzione della patrimonializzazione sia, in misura più rilevante, a un incremento dell'indebitamento. Tali dinamiche hanno rafforzato la correlazione tra capitalizzazione e dimensione d'impresa.

La composizione del debito finanziario (Tabella 5) è caratterizzata dalla netta predominanza dei prestiti bancari, in particolare per le due classi dimensionali centrali. Nel corso del decennio, le microimprese hanno aumentato il proprio ricorso al credito bancario del 5%, mentre le altre tre classi dimensionali hanno registrato variazioni molto contenute. Nonostante i ripetuti richiami a una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento e le iniziative regolamentari volte a favorire l'emissione obbligazionaria, la quota del finanziamento di mercato quale fonte di capitale di debito (obbligazioni, obbligazioni convertibili e commercial paper) si è ridotta in tutte le classi dimensionali ad eccezione delle microimprese (grazie al ricorso ai commercial paper): per le imprese grandi la quota è scesa dal 3,8% al 2,9%, per le medie dal 2,2% allo 0,9%, per le piccole dallo 0,9% allo 0,5%, mentre per le microimprese è aumentata, anche se in modo non lineare, dall'1,5% all'1,8%.

Si osserva tuttavia un chiaro aumento del debito a medio-lungo termine rispetto a quello a breve termine (Tabella 6). In media, la quota di debito a breve termine si è ridotta dal 72,1% al 42,4% (-41%) per le microimprese, dal 65,4% al 47,1% (-28%) per le imprese piccole, dal 62% al 49,2% (-21%) per le medie e dal 60,8% al 52,3% (-14%) per le grandi. Specularmente, il debito a medio-lungo termine è aumentato dal 27,9% al 57,6% per le microimprese, dal 34,6% al 52,9% per le imprese piccole, dal 38% al 50,8% per le medie e dal 39,2% al 47,7% per le grandi. Gli incrementi

più marcati del debito a medio-lungo termine si sono concentrati nel periodo della pandemia da Covid-19, quando i tassi di interesse hanno raggiunto i livelli più bassi; a partire dal 2022, con l'aumento dei tassi, il debito a medio-lungo termine si è ridotto, mentre quello a breve termine è tornato ad aumentare. Attualmente, in tutte le classi dimensionali a eccezione delle imprese grandi, la componente di debito a medio-lungo termine supera quella a breve termine.

L'analisi per classi dimensionali conferma che la struttura finanziaria delle imprese è fortemente influenzata dalla dimensione. Nel corso del decennio, le imprese piccole, medie e grandi hanno ridotto la leva finanziaria attraverso una combinazione di contrazione del debito e crescita del capitale proprio, con un effetto particolarmente marcato per le imprese piccole. Al contrario, le microimprese hanno registrato un aumento della leva a causa di un maggiore indebitamento e di una riduzione della patrimonializzazione. Tali dinamiche hanno determinato l'emergere di una chiara relazione inversa tra leva finanziaria e dimensione d'impresa, assente all'inizio del periodo analizzato. La patrimonializzazione cresce con la dimensione, mentre il ricorso al debito bancario rimane predominante in tutte le classi, con un ruolo solo marginale dei mercati. La diversificazione delle fonti di finanziamento non mostra variazioni significative e si è manifestata prevalentemente come un rafforzamento del capitale proprio, piuttosto che come un ampliamento del mix di strumenti di debito. Nel complesso, la dimensione d'impresa emerge come un fattore cruciale nel determinare la resilienza finanziaria e la capacità di adattamento delle imprese.

Tabella 4. Valori medi annui di *DF/E*, *DF/TA* e *E/TA* per classe dimensionale (2014-2023)

Year	DF/E				DF/TA				E/TA			
	Micro	Small	Medium	Large	Micro	Small	Medium	Large	Micro	Small	Medium	Large
2014	.893	1.688	1.388	1.063	.088	.167	.202	.193	.274	.263	.336	.376
2015	.912	1.563	1.321	1	.097	.166	.201	.189	.262	.269	.339	.384
2016	.876	1.424	1.249	.938	.099	.161	.195	.182	.265	.275	.343	.386
2017	.809	1.326	1.176	.910	.098	.159	.191	.182	.272	.282	.346	.387
2018	.779	1.257	1.125	.878	.098	.159	.190	.181	.285	.295	.355	.395
2019	.625	1.167	1.055	.831	.077	.155	.185	.177	.299	.304	.367	.405
2020	.834	1.170	.980	.735	.106	.168	.191	.178	.296	.324	.394	.438
2021	.843	1.099	.938	.695	.107	.162	.184	.168	.299	.322	.387	.43
2022	.751	.998	.872	.659	.101	.151	.173	.161	.301	.324	.386	.426
2023	.934	.867	.763	.598	.112	.137	.157	.148	.228	.343	.409	.446

Tabella 5. Valori medi annui di *Bank_weight*, *Bonds_weight*, *ConBonds_weight*, *CommPaper_weight*, *OtherFD_weight* per classe dimensionale (2014-2023)

Year	Bank weight				Bonds weight				ConBonds weight				CommPaper weight				OthersFD weight			
	Micro	Small	Medium	Large	Micro	Small	Medium	Large	Micro	Small	Medium	Large	Micro	Small	Medium	Large	Micro	Small	Medium	Large
2014	.844	.911	.919	.869	.003	.002	.016	.033	0	0	.002	.003	.012	.007	.004	.002	.140	.079	.060	.094
2015	.846	.913	.921	.877	.001	.001	.014	.030	0	0	.001	.003	.011	.007	.004	.002	.142	.078	.060	.089
2016	.848	.912	.926	.880	.001	.001	.012	.030	0	0	.001	.002	.009	.007	.004	.002	.143	.080	.057	.086
2017	.848	.913	.931	.887	.001	.001	.010	.029	0	0	.001	.002	.006	.006	.004	.002	.144	.080	.054	.081
2018	.849	.914	.932	.885	0	.001	.009	.028	0	0	.001	.002	.007	.006	.004	.001	.144	.079	.055	.084
2019	.841	.913	.927	.859	.001	.001	.009	.027	0	0	.001	.002	.011	.005	.004	.001	.146	.081	.059	.111
2020	.864	.919	.935	.870	0.01	.001	.007	.025	0	0	.001	.002	.009	.005	.003	.002	.126	.075	.054	.102
2021	.885	.920	.932	.872	.002	.001	.007	.024	0	0	0	.002	.005	.004	.003	.002	.108	.075	.058	.101
2022	.913	.916	.930	.867	0	.001	.006	.024	0	0	0	.001	.002	.005	.003	.002	.085	.080	.060	.106
2023	.883	.913	.925	.859	0	.001	.006	.026	0	0	0	.001	.018	.004	.003	.002	.099	.082	.066	.112

Tabella 6. Valori medi annui di *ST_debt_weight*, e *MLT_debt_weight* per classe dimensionale (2014-2023)

Year	ST_debt weight				MLT_debt weight			
	Micro	Small	Medium	Large	Micro	Small	Medium	Large
2014	.721	.654	.620	.608	.279	.346	.380	.392
2015	.693	.636	.604	.588	.307	.364	.396	.412
2016	.658	.610	.589	.574	.342	.390	.411	.426
2017	.648	.603	.595	.585	.352	.397	.405	.415
2018	.641	.600	.592	.586	.359	.400	.408	.414
2019	.659	.593	.587	.573	.340	.407	.413	.427
2020	.414	.432	.433	.469	.586	.568	.567	.531
2021	.390	.411	.428	.467	.610	.589	.572	.533
2022	.441	.440	.456	.502	.559	.560	.544	.498
2023	.424	.471	.492	.523	.576	.529	.508	.477

5.3 Ricorso al credito bancario e crescita

La Tabella 7 riporta i risultati delle stime del modello per l'intero campione e per i sottocampioni distinti per classe dimensionale. Nel campione complessivo (colonna "All"), *Bank_weight* è associata a un effetto negativo e statisticamente significativo sulla crescita. Il coefficiente stimato suggerisce che un aumento della quota di debito bancario è correlato a dinamiche di crescita più lente, in linea con l'ipotesi secondo cui un maggiore ricorso al canale bancario possa ridurre la flessibilità finanziaria delle imprese. Al contrario, la quota di debito a medio-lungo termine presenta un coefficiente positivo e significativo, indicando che una struttura del debito caratterizzata da scadenze più lunghe è favorevole alla crescita. Tra le variabili di controllo, l'intensità di capitale e la leva finanziaria esercitano un impatto negativo, mentre la redditività (ROA) e la quota di attività immateriali risultano positivamente associate alla crescita.

L'analisi per classi dimensionali mette in luce una marcata eterogeneità degli effetti. Per le microimprese, l'effetto di *Bank_weight* risulta fortemente negativo e di entità considerevolmente maggiore rispetto a quello stimato sull'intero campione. Ciò suggerisce che, per le imprese di dimensioni più ridotte, un elevato ricorso al credito bancario possa costituire un vincolo rilevante alla crescita, verosimilmente a causa di un più intenso razionamento del credito e di un minore potere contrattuale nei confronti degli intermediari finanziari. Per le imprese piccole, l'effetto negativo rimane statisticamente significativo ma risulta meno pronunciato, mentre per le imprese medie il coefficiente perde significatività statistica, indicando che la quota di debito bancario non è associato in modo sistematico alla crescita in questa classe dimensionale. Per le imprese grandi, il coefficiente diventa positivo e statisticamente significativo, sebbene di entità contenuta. Tale risultato è coerente con l'ipotesi secondo cui le imprese di maggiori dimensioni possano beneficiare di relazioni bancarie più stabili e di lungo periodo, trasformando la concentrazione delle fonti di finanziamento in un fattore di vantaggio piuttosto che di vincolo. La quota di debito a medio-lungo termine risulta positiva e statisticamente significativa in tutte le classi dimensionali, ad eccezione delle microimprese, confermando l'importanza della struttura per scadenza del debito nel sostenere la crescita. L'intensità di capitale esercita un effetto negativo, mentre la quota di attività immateriali è positivamente associata alla crescita in tutti i sottocampioni, con un impatto particolarmente marcato per le imprese di minori dimensioni. La redditività (ROA) mostra un effetto positivo e altamente significativo in tutte le specificazioni, mentre l'età dell'impresa è negativamente correlata alla crescita, in linea con la letteratura sulle dinamiche del ciclo di vita aziendale. La liquidità ex ante presenta effetti eterogenei: nulli per micro e piccole imprese, ma positivi e significativi per le imprese medie e grandi, suggerendo differenze nella capacità di trasformare le risorse interne in investimenti produttivi.

Nel complesso, i risultati indicano che la concentrazione del finanziamento bancario agisce come un vincolo alla crescita per le imprese di minori dimensioni, mentre risulta neutrale o addirittura favorevole per le imprese più grandi.

Table 7. Gli effetti di *Bank_weight* sulla crescita

	(All)	(Micro)	(Small)	(Medium)	(Large)
Bank_weight	-0.006*** (0.001)	-0.023*** (0.006)	-0.007*** (0.001)	0.000 (0.002)	0.009*** (0.003)
MLD_debt_weight	0.015*** (0.001)	-0.007* (0.004)	0.013*** (0.001)	0.016*** (0.001)	0.025*** (0.002)
Capital_intensity	-0.028*** (0.000)	-0.073*** (0.006)	-0.059*** (0.001)	-0.093*** (0.001)	-0.043*** (0.001)
Intangibles/TA	0.173*** (0.006)	0.255*** (0.033)	0.170*** (0.008)	0.159*** (0.011)	0.144*** (0.015)
Revenues	-0.005*** (0.000)	-0.176*** (0.006)	-0.050*** (0.001)	-0.084*** (0.001)	-0.035*** (0.002)
DF/TA	-0.042*** (0.002)	-0.048*** (0.013)	-0.048*** (0.002)	-0.038*** (0.003)	-0.031*** (0.005)
ROA	0.352*** (0.005)	0.274*** (0.025)	0.338*** (0.006)	0.371*** (0.008)	0.392*** (0.014)
Cash/Revenues	0.003*** (0.000)	0.000 (0.003)	0.000 (0.001)	0.003*** (0.001)	0.006*** (0.001)
Age	-0.042*** (0.001)	-0.080*** (0.003)	-0.046*** (0.001)	-0.034*** (0.001)	-0.023*** (0.002)
Constant	0.293*** (0.003)	1.524*** (0.041)	0.671*** (0.005)	1.079*** (0.010)	0.579*** (0.018)
Time FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	614,897	15,998	351,058	176,019	71,820
R ²	0.106	0.186	0.141	0.184	0.125
Adjusted R ²	0.105	0.182	0.140	0.183	0.124

Standard errors in parentheses are clustered at the firm-level

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

6. Conclusioni e implicazioni

Questo lavoro analizza la relazione tra la diversificazione delle fonti di finanziamento e la crescita delle imprese non finanziarie in Italia. Combinando evidenza descrittiva e regressioni su dati panel, l'analisi fornisce nuovi elementi interpretativi su come la struttura finanziaria influenzi le dinamiche di crescita delle imprese nelle diverse classi dimensionali.

Con riferimento alla DR1, che indaga in che misura le imprese italiane diversifichino le proprie fonti di finanziamento e come tale diversificazione si sia evoluta nel tempo, l'analisi descrittiva mostra che, nonostante un graduale rafforzamento del capitale proprio e un riequilibrio verso il debito a

medio-lungo termine, le strutture di finanziamento delle imprese italiane rimangono fortemente concentrate. Il credito bancario continua a rappresentare la principale fonte di indebitamento esterno, mentre gli strumenti di mercato rivestono un ruolo marginale. Tale configurazione risulta particolarmente accentuata per le micro e piccole imprese, confermando la persistenza di un sistema finanziario fortemente caratterizzato dal canale bancario. Nel complesso, i miglioramenti osservati nella diversificazione finanziaria nel periodo 2014–2023 riflettono prevalentemente un aumento della patrimonializzazione, piuttosto che un ampliamento del mix di strumenti di debito o dei canali di finanziamento.

Con riferimento alla DR2, che analizza come il ricorso al credito bancario si correla alla crescita delle imprese, i risultati empirici documentano una relazione tra struttura finanziaria e crescita chiara e dipendente dalla dimensione. Una forte concentrazione sul credito bancario rappresenta un vincolo alla crescita per le micro e piccole imprese, mentre risulta neutrale o addirittura favorevole per le imprese di maggiori dimensioni, riflettendo un accesso stabile al credito e relazioni bancarie consolidate.

I risultati comportano diverse implicazioni per manager e decisori pubblici. Dal punto di vista manageriale, l'evidenza suggerisce che, per le micro e piccole imprese, una struttura finanziaria meno dipendente dal debito bancario può sostenere la crescita, attenuando i vincoli finanziari e riducendo l'esposizione ai cicli del credito bancario.

Dal punto di vista delle politiche pubbliche, l'evidenza empirica fornisce un forte sostegno alle iniziative volte a rafforzare i mercati dei capitali e ad ampliare l'accesso delle imprese a canali di finanziamento alternativi. In linea con gli obiettivi della Capital Market Union europea e del Libro Verde italiano sulla competitività dei mercati finanziari, politiche mirate a ridurre le barriere di accesso alla finanza di mercato, a promuovere il finanziamento tramite capitale proprio e a facilitare l'utilizzo di strumenti quali i minibond e le quotazioni in borsa possono svolgere un ruolo cruciale nel favorire la crescita e la resilienza delle PMI.

È inoltre rilevante sottolineare che i risultati indicano come gli interventi di policy debbano essere calibrati in funzione della dimensione d'impresa, poiché un approccio uniforme rischia di non affrontare adeguatamente l'esclusione strutturale delle microimprese dai mercati dei capitali.

Appendice

Tabella A1. Definizione e utilizzo delle variabili

Variabile	Descrizione	Utilizzo
Growth	Tasso di crescita annuale delle attività totali corretto per ammortamenti/svalutazioni	Analisi descrittiva (DR1) Variabile dipendente (DR2)
Bank_weight	Quota dei prestiti bancari sul totale del debito finanziario	Analisi descrittiva (DR1) Variabile indipendente (DR2)
DF/E	Rapporto tra debito finanziario totale e capitale proprio	Analisi descrittiva (DR1)
DF/TA	Rapporto tra debito finanziario totale e totale attivo di stato patrimoniale	Analisi descrittiva (DR1) Variabile di controllo (DR2)
E/TA	Rapporto tra capitale proprio e totale attivo di stato patrimoniale	Analisi descrittiva (DR1)
ST_debt_weight	Quota del debito finanziario a breve termine sul totale del debito finanziario	Analisi descrittiva (DR1)
MLT_debt_weight	Quota del debito finanziario a medio-lungo termine sul totale del debito finanziario	Analisi descrittiva (DR1) Variabile di controllo (DR2)
Age	Logaritmo naturale del numero di anni dalla costituzione dell'impresa	Variabile di controllo (DR2)
ROA	Reddito operativo (al netto degli ammortamenti delle immobilizzazioni) rapportato alle attività totali	Variabile di controllo (DR2)
Intangibles/TA	Rapporto tra attività immateriali e totale attivo	Variabile di controllo (DR2)
Cash/Revenues	Somma della liquidità disponibile e dei flussi di cassa operativi non finanziari dell'anno precedente, rapportata ai ricavi correnti	Variabile di controllo (DR2)
Capital_intensity	Rapporto tra totale attivo e ricavi	Variabile di controllo (DR2)
Revenues	Logaritmo naturale dei ricavi totali	Variabile di controllo (DR2)
NACE2	Classificazione settoriale NACE a due cifre	Effetti fissi settoriali nell'analisi di regressione (DR2)

Nota: Il debito finanziario include prestiti bancari, obbligazioni, obbligazioni convertibili, commercial paper e altre tipologie di debito finanziario.

Tabella A2. Statistiche descrittive

	Mean	Median	SD	Min	Max
Growth	0.122	0.081	0.189	-0.187	0.754
Bank_weight	0.911	1.000	0.247	0.000	1.000
MLT_debt_weight	0.456	0.463	0.359	0.000	1.000
Capital_intensity	1.102	0.863	0.782	0.305	4.656
Intangibles/TA	0.028	0.005	0.049	0.000	0.206
Revenues	8.177	7.951	1.246	5.877	10.966
DF/TA	0.164	0.123	0.160	0.000	0.520
ROA	0.067	0.048	0.068	-0.069	0.257
Cash/Revenues	0.237	0.107	0.505	-1.048	4.181
Age	2.962	3.045	0.678	0.693	4.007

Tabella A3. Matrice di correlazione

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Growth (1)	1									
Bank_weight (2)	-.016*	1								
MLT_debt_weight (3)	.073*	.019*	1							
Capital_intensity (4)	-.032*	-.029*	.191*	1						
Intangibles/TA (5)	.059*	-.009*	.056*	.050*	1					
Revenues (6)	-.025*	.004*	-.066*	-.0133*	-.010*	1				
DF/TA (7)	-.008*	.147*	.126*	.069*	.109*	.064*	1			
ROA (8)	.191*	-.042*	-.013*	-.261*	-.095*	.016*	-.243*	1		
Cash/Revenues (9)	.019*	-.046*	-.035*	.079*	-.016*	-.141*	-.123*	.064*	1	
Age (10)	-.222*	.055*	.038*	.150*	-.129*	.307*	.057*	-.092*	-.119*	1

* $p < 0.05$

Bibliografia

- Adu-Ameyaw, E., Danso, A., Uddin, M., & Acheampong, S. (2024). Investment-cash flow sensitivity: Evidence from investment in identifiable intangible and tangible assets activities. *International Journal of Finance & Economics*, 29(2), 1179-1204. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2730>
- Banca d'Italia (2021). Bank credit and market-based finance for corporations: the effects of minibond issuances. *Temi di Discussione*, No. 1315. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2021/2021-1315/en_Tema_1315.pdf?language_id=1
- Banerjee, R., Gupta, K., & Mudalige, P. (2020). Do environmentally sustainable practices lead to financially less constrained firms? International evidence. *International Review of Financial Analysis*, 68, 101337. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.03.009>
- Bank for International Settlements (2014). Financial structure and growth. *BIS Quarterly Review*, March. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.pdf
- Beck, T.H.L., & Levine, R. (2002). Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*, 64(1), 147–180. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00074-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00074-0)
- Berger, A. N., Chen, R. R., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2020). Who wins and who loses from bank geographic deregulation? Analysis of financially constrained and unconstrained firms. *Journal of corporate finance*, 65, 101775. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101775>
- Botta, M. (2020). Financial crises, debt overhang, and firm growth in transition economies. *Applied Economics*, 52(40), 4333-4350. <https://doi.org/10.1080/00036846.2020.1734184>
- Bragoli, D., Cortelezzi, F., Giannoccolo, P., & Marseguerra, G. (2020). R&D Investment timing, default and capital structure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 54(3), 779-801. <https://doi.org/10.1007/s11156-019-00807-6>
- Campanella, F., & Serino, L. (2019). Firms Use of Financial Leverage: Evidence from Italy. *Review of Economics & Finance*, 17(3), 65–78.
- Casino-Martínez, A., López-Gracia, J., & Mestre-Barberá, R. (2023). The regulatory environment and financial constraints of private firms in the European Union. *Global Finance Journal*, 55, 100798. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2022.100798>
- Chipeta, C., Aftab, N., & Machokoto, M. (2021). The implications of financial conservatism for African firms. *Finance Research Letters*, 42, 101926. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.101926>
- Chit, M. M., & Rizov, M. (2024). SMEs' diversification of financing sources: Strategy or desperation?. *International Journal of Finance & Economics*, 29(3), 3123-3146. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2822>
- Choi, J. (2025). Financial flexibility or financial constraints? Zero-leverage firms during the COVID-19 pandemic. *Research in International Business and Finance*, 74, 102663. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102663>
- Chu, L.K. (2020). Financial structure and economic growth nexus revisited. *International Review of Economics & Finance*. *Borsa Istanbul Review* 20-1 (2020) 24-36. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.08.003>
- Cong, L. W., & Howell, S. T. (2021). Policy uncertainty and innovation: evidence from initial public offering interventions in China. *Management Science*, 67(11), 7238-7261. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2020.3807>

- Cosma, S., Cosma, S., Pennetta, D., & Rimo, G. (2025). Overcoming the “valleys of death” in advanced therapies: The role of finance. *Social Science & Medicine*, 366, 117639. <https://doi.org/10.1016/j.socscimed.2024.117639>
- Croce, A., Quas, A., & Tenca, F. (2025). SME’s bond issuance and access to bank credit: evidence from Italy. *Review of Managerial Science* 19:499–535. <https://doi.org/10.1007/s11846-024-00760-2>
- De Socio, A. (2020). Firms’ leverage across business cycles. *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 587, Banca d’Italia. <https://doi.org/10.32057/0.QEF.2020.587>
- di Pietro, F., Bontempi, M. E., Palacín-Sánchez, M. J., & Samaniego-Medina, R. (2019). Capital Structure across Italian Regions: The Role of Financial and Economic Differences. *Sustainability*, 11(16), 4474. <https://doi.org/10.3390/su11164474>
- Dong, L., Chen, J., & Wu, W. (2024). Corporate maturity mismatch and outward foreign direct investment: evidence from China. *International Journal of Emerging Markets*, 20(11), 4430-4449. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-01-2024-0207>
- Dougal, C., & Rettl, D. A. (2021). Firm listing status and the investment home bias. *Journal of Corporate Finance*, 71, 102095. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102095>
- Egu, M. E., & Chiloane-Tsoka, E. G. (2023). Does listing on the JSE’S AltX improve the performance of small and medium-sized enterprises?. *Cogent Business & Management*, 10(3), 2282750. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2282750>
- European Central Bank (2023). Financial Integration and Structure in the Euro Area. <https://www.ecb.europa.eu/press/fie/pdf/ecb.fie202406~c4ca413e65.en.pdf>
- European Commission (2013). Green Paper: Long-Term Financing of the European Economy, COM(2013)150 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013DC0150>
- European Commission (2015). Action Plan on Building a Capital Markets Union, COM(2015)468 final. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468>
- European Commission (2019). Factsheet: Delivering on the Capital Markets Union. <https://commission.europa.eu/system/files/2019-05/euco-sibiu-delivering-capital-markets-union.pdf>
- European Commission (2020). A Capital Markets Union for people and businesses – new Action Plan, COM(2020)590 final. <https://www.ecb.europa.eu/press/fie/pdf/ecb.fie202406~c4ca413e65.en.pdf>
- Fang, H., Zhao, L., & Liu, X. (2024). Value-added Tax and Leverage: Evidence from China's Value-added Tax Rate Reform. *China & World Economy*, 32(2), 200-234. <https://doi.org/10.1111/cwe.12529>
- French, J. J., Fujitani, R., & Yasuda, Y. (2021). Does stock market listing impact investment in Japan?. *Journal of the Japanese and International Economies*, 59, 101093. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2020.101093>
- Gibbons, B. (2024). The financially material effects of mandatory nonfinancial disclosure. *Journal of Accounting Research*, 62(5), 1711-1754. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12499>
- Han, X., Qiao, J., Meng, L., & Hsu, S. (2024). Central Bank Communication and Leverage Differentiation of Non-Financial Enterprises. *Emerging Markets Finance and Trade*, 60(8), 1623-1642. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2023.2291153>
- Iona, A., De Benedetto, M. A., Assefa, D. Z., & Limosani, M. (2020). Finance, corporate value and credit market freedom in overinvesting US firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(6), 1053-1072. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0196>
- Jadiyappa, N., & Krishnankutty, R. (2022). Do stock markets value green operations? Evidence from India. *International Journal of Managerial Finance*, 18(4), 661-676. <https://doi.org/10.1108/IJMF-06-2021-0305>

- Khémiri, W., & Noubbigh, H. (2021). Joint analysis of the non-linear debt-growth nexus and capital account liberalization: New evidence from sub-Saharan region. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, 614-626. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2021.04.009>
- King, T., Loncan, T., & Khan, Z. (2021). Investment, leverage and political risk: Evidence from project-level FDI. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101873. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101873>
- Kokoreva, M., Stepanova, A., & Povkh, K. (2023). The new strategy of high-tech companies: hidden sources of growth. *Foresight and STI Governance*, 17. <https://doi.org/10.17323/2500-2597.2023.1.18.32>.
- Legesse, T. S., Tang, J., Wu, Z., & Guo, H. (2021). Debt financing, corporate investment and the productivity of capital invested: Evidence from biggest manufacturing countries. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1936369. <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1936369>
- Lin, Y., & Li, S. (2025). Supply chain resilience, ESG performance, and corporate growth. *International Review of Economics & Finance*, 97, 103763. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103763>
- Lin, Y., Yan, X., & Yang, X. (2023). Digital finance and enterprise investment efficiency in China. *International Review of Financial Analysis*, 90, 102929. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102929>
- Manso Laso, J., Moya-Clemente, I., & Riber Giner, G. (2025). Accessing Alternative Finance in Europe: The Role of SMEs, Innovation, and Digital Platforms. *Journal of Risk Financial Management*, 18(9), 496. <https://doi.org/10.3390/jrfm18090496>
- MEF – Ministero dell’Economia e delle Finanze (2022). Libro Verde: La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita. https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_pubbliche/LibroVerde-04.pdf
- Molinari, M., Giannangeli S., & Fagiolo, G. (2016). Financial Structure and Corporate Growth: Evidence from Italian Panel Data. *Economic Notes* 45(3):303-325. <https://doi.org/10.1111/ecno.12059>
- Morais, F., Serrasqueiro, Z., & Ramalho, J. J. (2024). The zero-leverage phenomenon in European listed firms: A financing decision or an imposition of the financial market?. *BRQ Business Research Quarterly*, 27(3), 301-323. <https://doi.org/10.1177/23409444211024653>
- Ongena, S., Pinoli, S., Rossi, P., & Scopelliti, A. (2021). Bank credit and market-based finance for corporations: the effects of minibond issuances. ECB Working Paper No. 2508 / Banca d’Italia Temi di Discussione No. 1315. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2021/2021-1315/en_Tema_1315.pdf?language_id=1
- Poutziouris, P., Markou, D., Glyptis, L., & Hadjielias, E. (2022). Capital structure of UK SMEs: an integrated understanding. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 46(1), 64-95. <https://doi.org/10.1504/IJESB.2022.123986>
- Ramesh, V. K., & Sampath, A. (2023). Do debt payments beget debt? Evidence from an emerging market. *IIMB Management Review*, 35(2), 124-136. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2023.05.001>
- Sarno, D. (2007). Financial structure and Southern Italy firms’ growth. *QA - Rivista dell'Associazione Rossi-Doria, Associazione Rossi Doria, issue 2, May*. https://www.researchgate.net/publication/46542092_Financial_structure_and_Southern_Italy_firms'_growth
- Takahashi, H., & Yamada, K. (2015). IPOs, growth, and the impact of relaxing listing requirements. *Journal of Banking & Finance*, 59, 505-519. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.029>
- Tran, L. T. H., Ho, T., Ho, H. T., & Phung, N. D. (2024). Climate vulnerability and capital structure: Moderating effect of financial development, financial constraints, and 2015 Paris Agreement. *International Review of Economics & Finance*, 96, 103711. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103711>

- Ueda, K., & Sharma, S. (2020). Listing advantages around the world. *Journal of the Japanese and International Economies*, 58, 101089. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2020.101089>
- Wang, M., Gu, R., Wang, M., & Zhang, J. (2021). Research on the impact of finance on promoting technological innovation based on the state-space model. *Green Finance*, 3(2), <https://doi.org/119.10.3934/GF.2021007>
- Wang, Z., Wang, Q., & Xu, M. (2022). Short debt maturity and corporate investment: New evidence from Chinese listed firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(9), 2453-2473. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.1991788>
- Yang, C. L., & Lai, J. H. (2021). Influence of cross-listing on the relationship between financial leverage and R&D investment: A sustainable development strategy. *Sustainability*, 13(18), 10341. <https://doi.org/10.3390/su131810341>
- Yarba, I., & Yassa, A. D. (2022). Does stock market listing boost or impede corporate investment?. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 285-294. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.04.001>