

GIANCARLO MAZZOCCHI

PREZZI E STRUTTURA
DEI FINANZIAMENTI IN RELAZIONE
ALLE CRESCENTI DIMENSIONI D'IMPRESA

1. *Obiettivi, organizzazione e limiti dell'indagine.*

Prima di iniziare questa relazione credo di dover dare due spiegazioni o, meglio ancora, fare due precisazioni riguardanti l'una il titolo e l'altra la metodologia di lavoro.

D'accordo con il presidente, prof. Di Nardi, io mi sono permesso di modificare il titolo della relazione nella prima parte parlando non di struttura dei prezzi ma semplicemente di prezzi. E ciò perchè mi è parso che, essendo il discorso focalizzato sulla crescente dimensione dell'impresa, il discorso stesso dovesse essere necessariamente condotto sul piano microeconomico, sul piano dell'analisi dell'impresa piuttosto che sul piano aggregato dell'analisi di quella « fascia » o « banda » di prezzi che è appunto la struttura dei prezzi relativi. Questo cambiamento, vi posso assicurare, non ha portato a semplificazioni dell'analisi.

Il discorso sulla metodologia adottata di cui potrete subito rendervi conto dal « mazzo » di tabelle o materiale empirico che vi ho distribuito, è un poco più complicato e soprattutto più opinabile perchè riflette non soltanto preferenze personali ma anche particolari opinioni (sempre opinabili) circa lo stato della « materia trattata ». Quando infatti noi ci rivolgiamo alla cosiddetta materia trattata ci accorgiamo della scarsità delle analisi teoriche esistenti. Vorrei però a questo punto non essere frainteso. È vero che lo studio delle forme di mercato e dei modelli teorici di determinazione del prezzo (soprattutto in strutture non concorrenziali) hanno fatto passi da gigante in questi ultimi tempi e si sono accumulati a ritmo rapido anche e soprattutto, in alcuni casi, per merito degli Autori italiani. È vero an-

che che pure la teoria della struttura ottima del finanziamento d'impresa ha percorso molto cammino in questi ultimi tempi con la sfida lanciata da Modigliani - Miller alla teoria finanziaria tradizionale sul costo del capitale e l'ottimo « mix » di finanziamento.

Tuttavia credo di non andare errato dicendo che, mentre i primi modelli riguardano soprattutto obiettivi, comportamento (e quindi anche prezzi) della grande impresa, gli altri modelli (quelli finanziari, per intenderci) astraggono completamente dal discorso dimensionale facendo il discorso dell'ottimo « mix » di finanziamento per l'impresa indipendentemente dalla sua dimensione (1).

Non parliamo infine dei modelli di interazione prezzi-finanziamento d'impresa o di integrazione dell'analisi reale e della analisi finanziaria che sono quasi del tutto assenti e che quando sono tentati (noi stessi presenteremo un rozzo modellino) ci dicono ben poco dell'evoluzione del comportamento in materia di prezzi e di finanziamento da parte dell'impresa al crescere delle sue dimensioni o, nella migliore delle ipotesi, impostano un discorso basato soltanto sulla grossa distinzione fonti interne-fonti esterne con queste ultime trattate come residuo.

Date queste difficoltà e data la natura del problema che ci è stato posto — scoprire l'evoluzione interna dei prezzi e soprattutto dei finanziamenti al crescere delle dimensioni d'impresa — io ho creduto opportuno di affidarmi il più possibile all'analisi di tipo empirico e ad una metodologia di natura induttiva. Il mio desiderio è stato quello di vedere se è possibile cavare dal materiale empirico esistente delle uniformità, delle regolarità soprattutto in relazione ai problemi della struttura del finanziamento d'impresa.

In questa ottica la preparazione e la consegna a voi del materiale empirico preparato hanno lo scopo di stimolare un dibattito critico sulla possibilità di scoprire queste uniformità e sulla bontà delle interpretazioni che il relatore vi fornirà. In realtà il discorso si riduce a questo: proviamo a ragionare insieme intorno all'evidenza empirica su prezzi e struttura di finanziamenti al crescere delle dimensioni d'impresa.

(1) MODIGLIANI-MILLER, « Some Estimates of the Cost of Capital to the Ec. Utility Industries », *American Economic Review*, 1966, p. 374. Si potrebbe però tenere conto della dimensione.

Iniziamo con una delimitazione della nostra materia e con alcune precisazioni che si rendono necessarie per l'utilizzazione del materiale empirico presentato o almeno di una parte di esso. Ora, come si è visto, noi abbiamo inteso studiare come muta il processo di formazione dei prezzi e della struttura dei finanziamenti al crescere delle dimensioni d'impresa. Che le dimensioni medie delle imprese vadano aumentando nel mondo moderno è un fatto che fortunatamente è possibile documentare e stavolta, possiamo dire con soddisfazione, anche per il nostro paese (2). Il problema che a questo punto si pone è che nel materiale empirico presentato molti fenomeni (riguardanti soprattutto la dinamica dei prezzi) vengono riferiti non tanto alle dimensioni di impresa quanto a saggi di concentrazione settoriali i quali possono avere una dinamica diversa da quella dimensionale. Tanto per restare nel caso italiano studiato dal Battara (ma le conclusioni sembrano valere anche per altri sistemi), all'aumento delle dimensioni medie d'impresa non sembra corrispondere un aumento del grado di concentrazione industriale almeno nel periodo che va dal 1937-38 al 1960 (3). Desidero sottolineare questo punto perchè in seguito noi saremo costretti ad utilizzare dei « saggi di concentrazione » settoriali come indici delle dimensioni di impresa nei diversi settori considerati pur rendendoci conto della impossibilità di assimilazione dei due concetti e degli errori in cui si può incorrere quando i due concetti o fenomeni vengono assimilati.

2. *Dimensioni d'impresa e dinamica dei prezzi.*

Comincio subito, dopo queste avvertenze, con la prima domanda: quale è l'evoluzione probabile nel campo della formazione e della dinamica dei prezzi al crescere delle dimensioni delle imprese? Non spaventatevi, cari amici, che non ho alcuna intenzione di annoiarvi con « Hall and Hitch » o di rinnovare il dibattito sul tema marginalismo *versus* empiricismo.

Ciò che intendiamo sottolineare invece molto più semplicemente è che la dimensione d'impresa (e meglio sarebbe dire a

(2) Si vedano gli studi del Battara e in particolare la monografia preparata per la Commissione parlamentare d'inchiesta sui limiti posti alla concorrenza in campo economico, *La concentrazione industriale*, vol. IV (Studi e monografie), Roma, 1965.

(3) P. BATTARA, *La concentrazione industriale*, op. cit., pag. 376.

questo punto la grande dimensione) sembra positivamente e strettamente correlata 1) all'adozione di particolari procedure o tecniche di determinazione del prezzo e 2) alla stabilità del prezzo (punto questo strettamente legato al primo).

1) Per quanto riguarda il primo punto — procedure o tecniche di determinazione del prezzo — le ricerche più recenti hanno sottolineato come le politiche del prezzo più seguite, almeno dalle grandi imprese, siano quelle destinate a fornire nel lungo periodo uno specifico saggio di rendimento sul capitale investito (con inclusione del debito di lungo periodo) come anche che il tipo principale di queste politiche di prezzo sia quello di « costruire » i prezzi direttamente da costi standard (per un dato livello di utilizzazione della capacità produttiva) a cui viene addizionato un « margine » sufficiente per raggiungere il profitto desiderato (4).

Una osservazione si rende subito necessaria a questo punto. E l'osservazione che l'esperienza conferma è che l'adozione di tecniche e procedure di « costruzione del prezzo » non è tipica della grande impresa. Al contrario voi potete trovare grandi imprese, soprattutto quelle multi-prodotto, con certe linee di produzione molto esposte alla concorrenza e per le quali l'amministrazione del prezzo si rende difficile mentre potete trovare piccole imprese (si pensi al caso del commercio) in cui l'amministrazione del prezzo è molto comune. La differenza abbastanza importante è che, mentre per le piccole imprese la politica del prezzo può essere fondata su rozze regole basate sull'esperienza e sulla pratica (*rules of thumb*), sono solo le grandi imprese (a quanto sembra) ad adottare codici di condotta ed elaborati principi e politiche di prezzo tra cui la più importante sembra essere quella tendente al raggiungimento di un dato saggio di rendimento (5).

È in questo senso che io ho parlato di stretta correlazione tra dimensione e « amministrazione dei prezzi ».

Un punto molto importante, connesso alla questione del finanziamento, è quello di capire il perchè della adozione di date politiche di prezzo con particolare riguardo al « target rate of

(4) R. F. LANZILLOTTI, *Some Characteristics and Economic Effects of Pricing Objectives in Large Corporation*, pag. 446.

(5) A. D. H. KAPLAN et alia, *Pricing in Big Business*, Washington, 1967, pag. 283.

return pricing». Ora tra le tante motivazioni, molte delle quali ricordano la vecchia tematica del « giusto prezzo » (6), quella della necessità di un margine di profitto tale da permettere (insieme anche ai fondi esterni) il finanziamento dell'espansione della capacità produttiva, è quella di più vecchia data e che attualmente ricorre più frequentemente. « In generale — afferma Lanzillotti — le grandi imprese sostengono che a causa della loro posizione di mercato, esse devono pianificare per mercati, prodotti e spese di investimenti che ovviamente richiede anche la pianificazione della loro forza finanziaria... » (7).

Visto in questa ottica il problema dell'amministrazione dei prezzi acquista un significato ben più ampio di quello in cui si è abituati a collocare il fenomeno per comprendere anche un fenomeno che interessa l'impresa moderna di grandi dimensioni che è quello dell'amministrazione dei profitti (8). In realtà « amministrazione dei prezzi » e « amministrazione dei profitti » altro non sono che due facce di una stessa medaglia. Che poi l'amministrazione dei profitti sia un fenomeno esercitante qualche effetto sulla struttura del finanziamento delle imprese e in che senso e in che grado lo esercita è un problema che dovremo tentare di decifrare e risolvere in seguito.

2) Per quanto riguarda il secondo punto — dimensione e stabilità dei prezzi — dobbiamo dire che siamo su di un terreno alquanto più sicuro soprattutto da un punto di vista empirico. « La stabilità, nel senso di relativamente infrequenti variazioni di prezzo, è normalmente associata e correlata con la dimensione » (9).

Questa conclusione è comprensibile e può essere facilmente spiegata non solo riandando a quelle particolari procedure di formazione del prezzo che abbiamo esaminato ma anche semplicemente pensando agli inconvenienti a cui dà luogo, ad es. per una impresa con una nutrita serie di fornitori, una politica di frequente variazione dei prezzi; come può essere facilmente spiegato in base alle piuttosto anziane teorie della concorrenza imperfetta, riprese recentemente da Harrod e secondo le quali una

(6) Su queste motivazioni tra gli altri si veda R. F. LANZILLOTTI, *Some Characteristics*, op. cit.

(7) R. F. LANZILLOTTI, *Some Characteristics*, op. cit., pag. 443.

(8) In questo senso si esprime R. F. LANZILLOTTI, *Some Characteristics*, op. cit., pag. 452.

(9) A. D. H. KAPLAN et alia, *Pricing in Big Business*, op. cit., pag. 283.

politica di prezzi tendente a massimizzare i profitti nel breve periodo può essere una politica sconsigliabile attraverso gli effetti dannosi che la perdita di clienti (conseguente all'elevazione del prezzo per massimizzare il profitto nel breve periodo) può esercitare sul ricavo marginale di lungo periodo (10).

A parte però le possibili spiegazioni di questo fenomeno, ciò che mi pare importante sottolineare è che se noi accettiamo l'idea di una stretta relazione tra dimensione e da un lato adozione di particolari procedure di formazione dei prezzi e dall'altro lato stabilità dei prezzi (nel senso sopra definito), dobbiamo anche concludere, conclusione del resto ovvia e nota, che prezzi e struttura dei prezzi sono destinati ad essere sempre più fondati, soprattutto nel breve periodo, sui costi e sulla struttura dei costi e ad essere sempre meno responsivi alle variazioni della domanda effettiva.

Per dirla in breve il modello dell'economia (per quanto riguarda la formazione dei prezzi) diventa sempre più un modello basato sui costi piuttosto che sulla domanda e le sue variazioni.

Cominciando ad usare il materiale empirico presentato, il relativo isolamento dei prezzi dalle variazioni della domanda effettiva (anche se solo nel caso di riduzioni della domanda effettiva) per i settori a prezzi amministrati dove sono concentrate le imprese che adottano tecniche e procedure particolari di determinazione del prezzo può essere visto nella tabella 1. Ripeto che ciò vale soprattutto per le fasi discendenti perchè per le fasi ascendenti la dinamica dei prezzi amministrati attraverso ritocchi dei « markup » è molto rilevante.

Prima di passare a dipanare la matassa della struttura del finanziamento al crescere delle dimensioni, mi pare molto utile analizzare gli effetti dell'amministrazione dei prezzi e dei profitti sulla teoria dei processi inflazionistici. Non voglio a questo punto riassumere la letteratura in tema di « inflazione da prezzi amministrati » o « da mark-ups » sia perchè vi sono persone più qualificate di me per farlo (11), sia perchè questo non è il luogo

(10) R. F. HARROD, « The British Boom, 1954-55 », in *The Economic Journal*, 1956, pag. 4.

(11) In Italia abbiamo avuto ottime analisi su questo problema dovute soprattutto a FEDERICO CAFFÈ. Si veda « La politica pubblica e i prezzi amministrati », in *Teorie e problemi di politica sociale*, Laterza, Bari, 1970, pag. 73 e segg.

per tale operazione. (Ciò che vi fornisco è solo la tabella N. 2 sul ruolo dei prezzi amministrati nelle recenti inflazioni in U.S.A.).

Ciò che invece intendo sottolineare è che i processi di amministrazione dei prezzi e dei profitti possono iniziare e alimentare processi inflazionistici attraverso una catena di eventi che parte dal ritocco dei « mark-up » per il finanziamento della nuova capacità produttiva. Ritocco dei mark-ups, quindi aumento dei prezzi quindi inizio della spinta inflazionistica.

Se però la storia finisse a questo punto, le preoccupazioni potrebbero non essere molto gravi dal momento che potremmo trovarci in presenza di un processo inflazionistico di tipo convergente. La spinta iniziale, che dipende dal livello di aumento del mark-up, come la propagazione successiva del processo inflazionistico che dipende dal settore in cui si è avuto il ritocco del « mark-up » (il settore dell'acciaio è maggiormente propagatore e contagioso del settore dell'automobile) potrebbero essere notevoli. Ma a parte il livello e il grado di propagazione della spinta iniziale, ripetiamo che se la storia finisse a questo punto noi potremmo attenderci un processo di convergenza del processo inflazionistico (12).

Il brutto è che la storia non finisce a questo punto anzi comincia. Il fatto è che l'innalzamento dei margini di profitto, non sempre ovviamente per il finanziamento della capacità produttiva ma spesso per questo motivo, richiama ed è strettamente correlato a variazioni nella remunerazione di altri fattori produttivi (e soprattutto del lavoro); il che richiede ovviamente nuove variazioni del mark-up e così, teoricamente, all'infinito (13).

Una conferma all'analisi precedente sembra venire, nei limiti di ciò che possono indicare striminzite serie di dati empirici, dai dati delle Tabelle 3 e 4 che raccolgono coefficienti di correlazione semplici tra variazioni dei guadagni orari e altre variabili

(12) Ciò accadrebbe quando mancasse ogni reazione sia all'interno del settore delle imprese sia tra imprese e sindacati alla mossa iniziale partita da qualche settore industriale. Si veda su questo come su punti connessi G. ACKLEY, *A Third Approach to the Analysis and Control of Inflation*, pag. 627 e segg.

(13) Questa è una versione molto vicina alla versione di inflazione da mark-up fornita da G. ACKLEY (*op. cit.*). La sola differenza, se di differenza si può parlare, è che la versione di Ackley passa direttamente attraverso i prezzi, la presente versione passa invece attraverso la relazione profitti-salari.

(tra cui profitti e saggi di concentrazione) e tra variazioni dei prezzi e altre variabili (tra cui guadagni orari, profitti e saggi di concentrazione). La tabella 3 indica con sufficiente chiarezza la stretta interrelazione esistente tra guadagni orari, profitti e saggi di concentrazioni (che, come abbiamo detto in precedenza, assumiamo come indici dimensionali, pur rendendoci conto delle lacune che presenta l'assimilazione tra dimensioni e concentrazione).

La tabella 4 fornisce dei risultati meno evidenti anche non meno interessanti. Ciò che va sottolineato è che la correlazione tra variazioni dei prezzi, guadagni orari, profitti e saggi di concentrazione aumenta in modo considerevole per tutte le variabili indipendenti (guadagni, profitti, concentrazione) a partire dalla stessa data ossia a partire dal 1951. Il che fa pensare ad una influenza sul livello dei prezzi derivante non dalle singole variabili ma dalla interrelazione tra le tre variabili.

Ma una conferma ancora più evidente dell'analisi precedente, e di grande interesse per noi perchè riguarda proprio un caso di inflazione da aumento di mark-up per il finanziamento dell'aumento della capacità produttiva, è possibile rinvenirla esaminando l'esperienza della siderurgia americana dal 1953 al 1960. Gli autori, numerosi, che hanno studiato il problema sembrano d'accordo attorno alla tesi enunciata per primo dal Dunlop che mette in evidenza la seguente catena di eventi: 1) Il problema centrale del settore (per quanto riguarda l'inflazione) è stato come finanziare la nuova capacità produttiva... 2) Se l'industria intende finanziare questa nuova capacità produttiva sostanzialmente con fonti interne, i prezzi devono aumentare per fornire profitti necessari per l'espansione... 3) Ma tali profitti necessariamente stimolano aumenti salariali maggiori di quelli che si sarebbero altrimenti verificati. Questo è stato il dilemma centrale del settore e la ragione fondamentale per cui le imprese nel 1956 puntarono su di un contratto sindacale valido per anni (14).

Quale la conclusione di questa prima parte dell'analisi?

(14) J. T. DUNLOP, *Policy Problems, Choices and Proposal*, in *The American Assembly, Wages, Prices, Profits and Productivity*, New York, 1959. Sullo stesso problema O. ECKSTEIN e G. FROMM, *Steel and the Postwar Inflation*, Study Paper N. 2 (Study of Employment, Growth and Price Levels), Washington, 1959, pag. 33.

A mio parere in materia di « crescenti dimensioni d'impresa e prezzi », non vi è nulla da dire che già non si sappia. Crescenti dimensioni d'impresa significano crescenti zone di amministrazione dei prezzi e dei profitti, crescente stabilità dei prezzi (nel senso di infrequente variazione dei prezzi stessi), crescente isolamento dalle variazioni della domanda effettiva della struttura dei prezzi (soprattutto se la variazione della domanda effettiva è limitata). Queste sono indicazioni di cui è piena la letteratura più recente ma che anche in passato erano state sottolineate (15).

Ciò che, sempre secondo il mio parere, è mutato non va tanto ricercato nei processi di determinazione del prezzo quanto nelle reazioni del sistema economico all'amministrazione dei prezzi e dei profitti. Mi spiego. Durante gli anni '30 la sequenza degli eventi descritta era: amministrazione del prezzo (già presente nella letteratura prima ancora di Hall and Hitch; presente ad es. in Moulton e Means), quindi infrequenti variazioni di questo prezzo per cui in presenza di variazioni della produttività dei fattori, si assisteva a aumenti dei margini di profitto, aumento del risparmio d'impresa con crisi da sottoconsumo nel breve periodo e ristagno nel lungo periodo. Questa catena di eventi, anticipata tra gli altri dal TNEC, è presente anche in analisi a noi vicine da Hansen, a Terborgh, a Steindl e, con qualche ritocco, in Sylos Labini (per citare solo i maggiori) (16).

Oggi ciò che esiste di diverso non è tanto l'amministrazione del prezzo o la sua relativa stabilità quanto la successiva catena di eventi che sembra essere legata a diversi meccanismi di distribuzione dei frutti del progresso tecnico e che in ogni caso non sembra essere quella del sottoconsumo e del ristagno (almeno nella parte del mondo industrialmente sviluppata e problemi delle spese militari a parte). Con ciò non intendo dire che le « crescenti dimensioni » conducano oggi a risultati ed ad effetti migliori rispetto a ieri come non si vuol negare, per i settori a prezzi amministrati, la presenza di potere monopolistico e la presenza di altri *side-effects* quali gli squilibri regionali. Ciò che intendo dire è che il problema prezzi-crescenti dimensioni d'impresa va posto in un'ottica diversa da quella che ha guidato, soprattutto tra le due guerre mondiali, le analisi statiche e par-

(15) MOULTON, *Income and Economic Progress*, Washington, 1935.

(16) Per quanto riguarda la posizione di P. SYLOS LABINI si veda *Oligopolio e progresso tecnico*, Milano, 1957, Parte II.

ziali del monopolio con le appendici macroeconomiche che dopo Keynes sono venute a galla (ma esistendo anche prima sotto consumo e ristagno).

3. *Sulla necessità della fusione tra analisi sulla formazione dei prezzi sulla struttura del finanziamenti.*

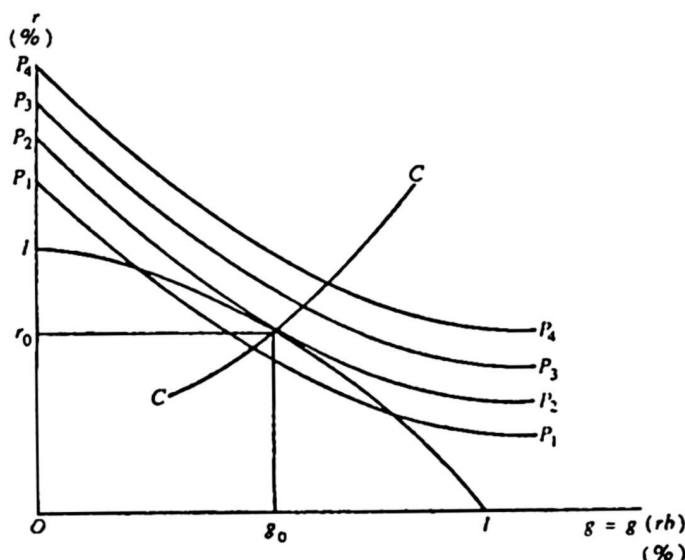
A questo punto dell'analisi l'ideale sarebbe stato di poter unire e fondere l'analisi sulla formazione del prezzo e l'analisi sulla struttura del finanziamento (l'altro tema che compare nel titolo della nostra relazione) al crescere delle dimensioni d'impresa. Il guaio è che teoria del prezzo e teoria della struttura di finanziamento dell'impresa sono andate avanti non soltanto astraendo (almeno quest'ultima) dall'aspetto dimensionale ma sono andate avanti su strade quasi del tutto separate e solo ora cominciamo i primi timidissimi tentativi di integrazione che però ci dicono molto poco sulla evoluzione della struttura dei finanziamenti d'impresa al crescere delle dimensioni (17).

Ora questi tentativi ci dicono che un'impresa deve scegliere tra saggio corrente dei profitti (sulle attività totali) e saggio atteso di sviluppo dei guadagni, che è legato al futuro sviluppo delle vendite attese, legate a loro volta all'investimento attuale. Volendo aumentare il saggio di sviluppo atteso dei profitti, l'impresa dovrà, secondo la teoria statica della domanda, ridurre il prezzo con conseguente riduzione del saggio attuale di profitto sul capitale investito con un aumento della proporzione del finanziamento esterno rispetto al finanziamento interno. Se conosciamo poi il grado in cui il mercato dei capitali (o gli azionisti) è disposto a sostituire guadagni correnti con guadagni futuri e la curva del costo del capitale per l'impresa data, noi riusciamo a determinare il saggio di crescita dei guadagni futuri (e quindi il saggio corrente dei profitti) e implicitamente il prezzo dei prodotti e la combinazione finanziamento interno-finanziamento esterno scelto dall'impresa (18).

(17) Dopo il primo tentativo di K. O. FAXEN, *Monetary and Fiscal Policy under Uncertainty*, Stocholm, 1957, pag. 150 e segg., i tentativi successivi hanno tentato di legare più strettamente l'analisi dei prezzi e l'analisi finanziaria. Si veda B. J. MOORE, *An Introduction to the Theory of Finance*, New York, 1968, pag. 81 e segg.; R. J. BALL, *Inflation and the Theory of Money*, London, 1964, cap. 6°; E. LERNER e W. CARLTON, *A Theory of Financial Analysis*, New York, 1966, cap. 1° e cap. 5°.

(18) Si veda su questo punto B. J. MOORE, *An Introduction to the Theory of Finance*, op. cit., cap. 3° (soprattutto pag. 79 e segg.).

Tutto ciò è raccolto nella figura presentata in cui r è il saggio corrente di profitto, g il saggio atteso di sviluppo dei guadagni, II la curva di trasformazione tra i due saggi, PP le curve di indifferenza tra i due saggi del mercato dei capitali e CC la curva del costo del capitale.



Ma tutto ciò che l'analisi ci dice circa la struttura del finanziamento è che quando aumenta il saggio atteso di sviluppo dei profitti aumenta anche il peso relativo dei finanziamenti esterni sul finanziamento globale. Il che è un po' poco per rispondere definitivamente alla domanda: cosa accade alla struttura dei finanziamenti al crescere delle dimensioni d'impresa?

4. *Sull'evoluzione della struttura del finanziamento d'impresa.*

Questo è il motivo sostanziale per cui, pur riconoscendo la necessità, teorica e pratica, di andare avanti nel tentativo di integrazione delle teorie del prezzo e delle strutture finanziarie, io ho preferito rispondere alla domanda guardando all'evidenza dei fatti e dei dati nel tentativo di scoprire, se esistenti, delle regolarità o uniformità empiriche. Ovviamente si è posto subito il problema di trovare o di costruire dei dati disaggregati per dimensione.

Prima però di dedicarmi a questa operazione che vi presenterò in seguito ho voluto fare un tentativo di natura aggregata. Ho voluto cioè vedere se in un paese in cui le dimensioni medie di impresa dall'inizio del secolo sono certamente cresciute e per il quale disponiamo di serie di dati attendibili abbastanza lunghe, i dati aggregati ci dicono qualcosa circa l'evoluzione della struttura dei finanziamenti d'impresa. Il paese prescelto è, come del resto era da attendersi, l'America del Nord e le indicazioni di questa analisi aggregata possono così riassumersi. (Si vedano le Tabelle 5, 6, 7).

A) Il rapporto tra fonti interne e fonti esterne di finanziamento manifesta nel tempo una notevolissima stabilità, come notevolmente stabile nel tempo è il saggio medio netto di ritenzione dei profitti (19). Solo in questi ultimi tempi (se si astrae dal periodo bellico) l'importanza relativa delle fonti interne sembra lievemente aumentata: cosa però che l'esperienza inflazionistica del 1946-56 può benissimo spiegare (20).

B) Ciò che invece muta, e muta notevolmente, è la struttura delle fonti esterne di finanziamento. Partendo dall'inizio del secolo (e non come spesso accade dal 1929 che contribuisce a distorcere molte conclusioni) sembra che possano essere tratte le seguenti conclusioni. 1) Il finanziamento azionario, rispetto al totale e rispetto alle fonti esterne di finanziamento sembra essere diminuito d'importanza (ed è solo quando noi teniamo conto dei profitti non distribuiti che la quota del finanziamento azionario, rispetto al totale e alle fonti esterne, sembra mantenersi relativamente costante) (21). 2) L'importanza del capitale di debito, rispetto alle fonti esterne di finanziamento, sembra essere au-

(19) Oltre ai dati presentati, il lettore potrà utilmente consultare le analisi di J. LINTNER, «The Financing of Corporations», in E. S. Mason ed., *The Corporation in Modern Society*, Cambridge, 1959, pag. 177 e segg. e R. W. GOLDSMITH, «Trends and Structural Changes in Savings in the 20th Century», in W. W. Heller, ed., *Savings in the Modern Economy*, Minneapolis, 1953, pagg. 146-7.

(20) M. H. Miller riconosce che il risparmio d'impresa può risultare sopravvalutato in questo dopoguerra a causa della sopravvalutazione dei profitti in termini reali derivante dal ritardo dei prezzi sui costi di rimpiazzo. Si veda «The Corporation Income Tax and Corporate Financial Policies», in Commission on Money and Credit, *Stabilization Policies*, Englewood Cliffs, 1963, pag. 424.

(21) Si veda R. W. GOLDSMITH, «Trends and Structural Changes in Savings in the 20th Century», *op. cit.*, pag. 150.

mentata e, all'interno di questa fonte, sembra essere aumentata l'importanza del debito a breve rispetto al debito a lunga.

Naturalmente queste « tendenze », anche se interessanti, sono poco illuminanti per il nostro problema dal momento che non è possibile scoprire se le modificazioni della struttura dei finanziamenti nel tempo sono dovute a modificazioni dal lato della domanda di capitale (che potrebbero essere connesse con le crescenti dimensioni d'impresa) o a modificazioni dal lato dell'offerta di capitale che sono legate invece all'evoluzione delle forme di risparmio. A questo proposito evidentemente ciascuno può sbizzarrirsi nelle interpretazioni fornite. Secondo il mio punto di vista, le modificazioni della struttura del finanziamento, sperimentate dall'inizio del secolo negli Stati Uniti, sono legate, più che alla domanda, all'offerta di capitale e più precisamente alle sostanziali modificazioni avvenute nei tipi di risparmio personale offerto. L'avvento del risparmio assicurativo e dei fondi pensioni non solo è alla radice del fenomeno della intermediazione finanziaria ma è anche alla radice dell'aumento dell'offerta di capitale di debito (rispetto al capitale di rischio) (22). Ma questo è un discorso che ci può portare lontano mentre noi dobbiamo risolvere finalmente la questione dei rapporti tra struttura dei finanziamenti e dimensioni.

5. *Dimensioni d'impresa e struttura dei finanziamenti: l'insegnamento delle analisi empiriche.*

Come si è già ripetutamente detto, a questo punto abbiamo preferito interrogare i fatti, i dati e le esperienze. Il materiale empirico seguente (come anche quello precedente del resto) non è altro che un tentativo di presentare, riassumere e interrogare dei fatti. Ora chi imbocca questa strada sa le difficoltà che lo attendono perchè alle difficoltà connesse alla mancanza di dati seri sui profitti e quindi sul risparmio d'impresa nelle contabilità nazionali di molti paesi (tra cui il nostro) si aggiungono le difficoltà ancora maggiori di reperire informazioni « disaggregate » per classi dimensionali. Quest'ultima difficoltà — ossia

(22) Questa sembra un'interpretazione valida per le Nazioni Unite non solo per il caso americano ma anche per il caso europeo. Si veda U. N., *Economic Survey of Europe in 1955*, Geneva, 1956, pag. 99 e segg.

quella di trovare dati disaggregati per classi dimensionali — stata certo la difficoltà più grave incontrata anche nel caso paesi con serie contabilità nazionali. Ciò non vale per il caso italiano che è un caso veramente singolare perchè mentre da un lato ignora una analisi sistematica dei profitti e quindi del ri-sparmio d'impresa (a parte l'analisi della Banca d'Italia su 342 società), d'altro lato dispone di analisi abbastanza precise e complete sul comportamento finanziario di imprese di diversa dimensione. Sono i paradossi del nostro paese che complicano terribilmente la vita al ricercatore (almeno quello privato).

Data l'eterogeneità abbastanza elevata del materiale empirico esistente in materia abbiamo dovuto fare una cernita abbastanza radicale nel materiale disponibile che ci ha portato considerare solo tre paesi — Stati Uniti, Gran Bretagna, Italia (con qualche puntata in qualche altra parte del mondo) (23).

Nonostante queste limitazioni va subito detto che in materia di rapporti tra dimensioni e struttura finanziaria dell'impresa sembrano esistere alcune uniformità di grande interesse che, in assenza di una loro analisi statistica il più possibile raffinata (che non poteva essere condotta in questo luogo), possono essere riassunte nel modo seguente.

1) Primo punto: al crescere delle dimensioni d'impresa, saggi di rendimento o di profittabilità tendono a ridursi (Tab. e 10 USA, Tab. 9 U.K. e Tab. 11 U.K.) (24). (Per l'Italia, come è noto, qualunque discorso in materia e quindi anche molti discorsi di politica economica sono quasi del tutto preclusi data l'inesistenza di materiale empirico disponibile). Perchè questo risultato?

Esso può essere spiegato semplicemente ricorrendo agli strumenti analitici tradizionali della teoria economica e in particolare alle condizioni di domanda (decescente) e di costi (crescenti) al crescere delle dimensioni (25).

(23) Sarebbe stato mio desiderio quello di considerare l'esperienza anche di paesi sottosviluppati. Il materiale empirico rinvenuto è però del tutto inusabile per comparazioni serie con i dati presi in considerazione a parte caso dell'India che dispone di un'ottimo ufficio studi della Banca Centrale, fornitore di dati che utilizzeremo perchè comparabili.

(24) Questa è la conclusione che si trae anche dall'imponente lavoro di A. SINGLE e G. WHITTINGTON, *Growth Profitability and Valuation*, Cambridge, 1968, pag. 144.

(25) E. M. LERNER e W. T. CARLETON, *A Theory of Financial Analysis*, op. cit., cap. 5°.

Vi è poi l'interpretazione di Steindl legata alla dinamica del « gearing ratio » (dato dal rapporto tra attività totali e capitale proprio). Essendo esso decrescente al crescere delle dimensioni (si veda la Tavola 22, USA), ciò significa che il rischio tende a decrescere al crescere delle dimensioni per cui l'alto saggio di profittabilità per le piccole imprese non è che il « pagamento » di questo rischio (26).

Ma vi è anche un altro punto che merita considerazione (anche se è abbastanza difficile da provare). Dato che il possesso di titoli (rispetto alle attività totali) sembra crescere al crescere della dimensione, la dinamica del saggio di profittabilità potrebbe essere il riflesso da un lato del possesso di titoli sicuri ma a basso rendimento e dall'altro dal processo di stabilizzazione dei dividendi per quanto riguarda le partecipazioni azionarie.

2) Secondo punto: saggi di ritenzione dei profitti e loro dinamica al crescere delle dimensioni. Anche su questo punto dobbiamo lamentare l'assenza di dati italiani, come dobbiamo lamentare una relativa maggiore incertezza delle conclusioni (rispetto al primo punto) per quanto riguarda gli altri paesi. Nonostante ciò credo si possa concludere che i saggi di risparmio d'impresa rispetto al patrimonio netto ma soprattutto rispetto ai profitti netti (dopo le tasse) decrescono al crescere delle dimensioni di impresa. Fenomeno questo che risulta più evidente in alcuni studi che non in altri (per gli USA ad es. l'analisi di Butters e Lintner è più decisa in questo senso che non quella di Dobrovolsky come risulta dalle Tab. 10 e 12). La prima analisi però, limitata al periodo degli anni '30, sembra sottovalutare il fenomeno data la situazione precaria delle imprese a profitti limitati e con alto bisogno di fondi). Fenomeno che in altri casi (esempio dell'U.K.) non è neppure tanto evidente (vedi tabella 16 riguardante un campione di imprese inglesi per le quali il saggio di ritenzione sembra maggiore per le grandi imprese) e che si deve dedurre o derivare dalla dimensione di altre grandezze (come ad es. i saggi di crescita dei dividendi per imprese di diversa dimensione: U.K. tavola 11). Nonostante ciò credo che l'affermazione precedente — riduzione dei saggi di ritenzione al crescere della dimensione — debba ritenersi valida e da di-

(26) J. STEINDL, *Small and Big Business*, Oxford, 1947, pag. 44-45.

scutere vi sarebbe solo il ritmo di diminuzione dei saggi di ritenzione al crescere delle dimensioni.

3) E veniamo finalmente al terzo punto. Dico finalmente perchè finalmente cominciano a comparire i dati italiani (anzi stavolta, da questo punto di vista, stiamo meglio in Italia). Quando noi guardiamo al ruolo dell'autofinanziamento nel processo di formazione di capitale, l'evidenza empirica sembra permettere una conclusione: il ruolo dell'autofinanziamento tende ad aumentare fino al raggiungimento di una certa dimensione per poi ridursi al successivo crescere delle dimensioni d'impresa. Ciò è dimostrato dai dati italiani ricavati dall'inchiesta della Banca d'Italia sui bilanci d'impresa (Tav. 19) e dai dati inglesi (Tav. 17). Conclusione questa che sembra confermata, nonostante le apparenze, anche da altri dati italiani. Perchè nonostante apparenze? Perchè secondo questi studi il ruolo dell'autofinanziamento nella formazione di capitale diminuirebbe continuamente al crescere delle dimensioni (Tav. 18). Tuttavia non va dimenticato che in quest'ultima indagine le classi dell'attivo lordo sono più ampie di quelle della Banca d'Italia per cui fenomeno dell'aumento dell'importanza dell'autofinanziamento partendo dalle classi più basse di attivo lordo può risultare mascherato in un dato valore medio (27). Questo è il motivo per cui non riteniamo che esista incompatibilità tra le due analisi italiane. Abbiamo lasciato per ultimo il caso americano perchè la conferma che viene alla conclusione suddetta non ci soddisfa molto, essendo derivata da un indice non molto significativo per il nostro problema dato dal rapporto tra risparmio d'impresa e patrimonio netto (Tav. 10 ultima riga). Il caso francese è considerato nella tabella 30.

4) Quarto punto di grande interesse che pur non riguardando il fenomeno della dimensione sembra di notevole importanza per l'analisi successiva. Su questo punto i dati ci dicono che l'importanza dell'autofinanziamento si riduce al crescere del saggio di sviluppo dell'impresa. (Tab. 20 per l'Italia; per l'Inghilterra abbiamo le indicazioni della tabella 15).

Questa conclusione è molto importante (e per ciò meriterebbe di ricevere un maggior approfondimento empirico) per due ragioni. In primo luogo essa mette in guardia contro la conclu-

(27) Devo questa osservazione al Dott. Pippo Ranci che ringrazio.

sione e la idea che esistano strutture di finanziamento *tipo* per date dimensioni. In realtà queste strutture sembrano il risultato, soprattutto per quanto riguarda il rapporto tra fonti interne ed esterne di finanziamento, di date combinazioni tra dimensioni e saggi di crescita delle imprese. Ciò ad es. ci permette di spiegare l'apparente contraddizione tra stabilità (relativa) nel tempo del rapporto autofinanziamento-investimento e riduzione dell'importanza dell'autofinanziamento al crescere delle dimensioni. Contraddizione apparente che può essere risolta pensando e supponendo (e ne abbiamo ottimi motivi da Baumol in poi) (28) che le imprese di maggiori dimensioni siano quelle che crescono più rapidamente (29).

La conclusione suddetta è poi di notevole interesse perchè tocca da vicino una questione sollevata nella prima parte: la questione cioè dell'amministrazione dei profitti a scopo d'investimento e, in linea più generale, la questione del rapporto tra decisione a risparmiare e decisione ad investire da cui dipende la crescita dell'impresa. Se infatti è vero che il peso dell'autofinanziamento si riduce all'aumento del ritmo di crescita dell'impresa, allora viene subito da pensare che il fenomeno dell'amministrazione dei profitti (a scopo d'investimento) debba essere ridimensionato ma soprattutto che il legame tra decisione a risparmiare e decisione ad investire sia abbastanza labile (fatto noto dopo Keynes ma applicato più al caso individuale che all'Impresa) e quindi che il rapporto tra autofinanziamento e sviluppo d'impresa sia meno forte di quello a cui si è usi pensare. Esistono prove di quanto affermato?

Esistono due analisi inglesi: quella riassunta nella Tav. 15 e il lavoro di Little-Rayner che sottolineano la mancanza di correlazione tra reinvestimento e crescita dei profitti (30). Conclusioni serie e meno tentative delle precedenti richiedono però, me ne rendo conto, un'analisi ben più profonda e completa, la cui necessità mi permetto di segnalare alla vostra attenzione.

(28) Intendiamo riferirci all'ipotesi di W. J. Baumol che i managers tentano la massimizzazione delle vendite con il vincolo di un dato saggio di ritorno sul capitale investito. *Business Behaviour, Value and Growth*, New York, 1959.

(29) Questo sembra essere il caso inglese studiato a fondo da S. J. PRAIS, «The Financial Experience of Giant Companies», in *Economic Journal*, 1957, pag. 262.

(30) I. M. D. LITTLE e A. C. RAYNER, *Higgledy Piggledy Growth Again*, Oxford, 1966, pag. 54 e segg.

5) Quinto punto: finanziamento attraverso il ricorso al mercato azionario. Se non fosse per i dati ricavati dall'analisi della Banca d'Italia (Tav. 19) potremmo vantare su questo punto, come del resto è abbastanza evidente, l'unanimità delle conclusioni: il ricorso al mercato azionario aumenta al crescere delle dimensioni.

A parte i dati francesi, troppo rozzi per poter essere convenientemente utilizzati (ved. Tav. 30), i dati di analisi italiane (31) e inglesi (ved. tab. 16 e 17) confermano l'ipotesi. Anche se in via indiretta siamo potuti giungere all'esperienza americana che sembra conforme (32). Ma è proprio quando abbiamo verificato la quasi totale unanimità dei dati che questa non può essere molto sfruttata data la sostanziale diversità dei mercati dei capitali. Un conto infatti è parlare del mercato italiano comprendente circa un centinaio di società e definito uno dei più ristretti del mondo (33) e in cui, per definizione, le piccole e medie imprese sono tagliate fuori, un conto è parlare di mercati dei capitali molto più comprensivi e larghi quali quelli inglese e americano. Da notare infine che, a differenza di quanto accade per l'autofinanziamento, il ricorso al mercato dei capitali risulta talvolta crescente al crescere del saggio di crescita dell'impresa. Questo è il caso inglese (34), mentre nel caso italiano sembra valida la relazione opposta (35).

6) Sesto punto: indebitamento e dimensioni d'impresa. Credo che questo punto vada distinto in due parti: l'una riguardante il debito a breve, l'altra riguardante il debito a lunga. Ora questo è un problema che trova veramente i dati tutti d'accordo nel dire che il debito a breve tende a ridursi con l'aumento della dimensione d'impresa mentre l'indebitamento a lunga (nel suo complesso) tende ad aumentare con l'aumento delle dimensioni.

(31) G. ZANETTI e E. FILIPPI, *Finanza e sviluppo della grande industria in Italia*, Milano, 1967, pag. 181.

(32) Joint Committee on the Economic Report, *Monetary Policy and the Management of Public Debt*, Parte I, Washington, 1952, pag. 609.

(33) F. M. PACCES, « Il finanziamento delle società », in *Atti della Commissione Parlamentare di inchiesta sui limiti posti alla concorrenza in campo economico*, vol. IV, Studi e Monografie, Roma, 1965, pag. 138.

(34) R. F. HENDERSON, *Capital Issues*, in *Studies in Company Finance*, op. cit., pag. 66.

(35) G. ZANETTI e E. FILIPPI, *Finanza e sviluppo della grande industria in Italia*, op. cit., pag. 186.

(Per l'Italia: Tab. 19 e 24 per l'indebitamento a lungo; Tab. 19, ultima colonna, e Tab. 25 per l'indebitamento a breve. Per USA Tab. 22, 23. U.K.: Tab. 31 per l'indebitamento a breve; Tab. 32 per l'indebitamento a lungo.

7) Settimo ed ultimo punto: liquidità e dimensioni d'impresa. Anche a questo proposito i dati sono concordi, a parte una piccola qualificazione che riteniamo doveroso fare anche se può essere dovuta anch'essa alla diversa ampiezza delle classi considerate nei vari studi. Ciò che sembra possibile affermare è che la quota delle attività globali d'impresa detenute in forma liquida aumenta con le dimensioni d'impresa. (Italia: Tab. 27; USA: Tab. 26; U.K.: Tab. 29). La qualificazione di cui si è parlato riguarda il caso inglese in cui la quota di fondi liquidi, al variare delle dimensioni, sembra ridursi per poi aumentare.

Volendo riassumere brevemente le conclusioni di questa seconda parte del lavoro, possiamo dire che, al crescere delle dimensioni d'impresa, sembra che debbano essere attesi i seguenti fenomeni: 1) riduzione dei saggi di profittabilità, 2) riduzione leggera dei saggi di ritenzione dei profitti (l'evidenza empirica su questo punto non è univoca, anche se le conclusioni non vengono spostate di molto), 3) riduzione dell'autofinanziamento nella formazione lorda di capitale, fenomeno che viene accelerato al crescere del saggio di crescita dell'impresa, 4) aumento del ricorso al mercato azionario, 5) maggior ricorso all'indebitamento a lunga, minor ricorso all'indebitamento a breve e infine, 6) maggior propensione alla liquidità. Conclusioni queste alcune ovvie, altre forse meno ovvie che offro alla vostra meditazione e ai vostri appunti critici sia per eventuali integrazioni del materiale statistico sia per migliorare o addirittura sovvertire alcune interpretazioni fornite.

6. *Alcune considerazioni conclusive.*

Ma prima di chiudere vorrei offrire a voi per la discussione anche alcune conclusioni generali che l'analisi precedente sembra giustificare.

1) Una prima conclusione è già stata accennata e riguarda i prezzi. L'aumento delle dimensioni medie d'impresa (anche senza aumenti di concentrazione e di potere monopolistico) sembra prepararci un funzionamento « costista » dell'economia os-

sia un funzionamento sostanzialmente basato sui costi e relativamente isolato dalle variazioni della domanda effettiva (anche se è vero che, oltre certi limiti, la variazione della domanda come del potere di monopolio può essere riflesso nel « mark-up »). L'amministrazione dei profitti, attraverso i mark-ups, per le variazioni della capacità produttiva, fa parte di questa ottica.

2) Ciò però — e questo è un punto su cui vorrei attirare la vostra attenzione — non significa che al crescere delle dimensioni, cresca anche l'indipendenza dell'impresa dai mercati finanziari e monetari. Intendiamoci: le fonti interne di finanziamento rimangono la fetta più grossa della formazione lorda di capitale come rimangono intatti i problemi connessi ai loro effetti allocativi e distributivi e i problemi del loro controllo a scopo di politica economica. Tuttavia il « 1984 » di Berle (per dirla in termini orwelliani) — crescente indipendenza finanziaria delle imprese attraverso il risparmio d'impresa fino alla completa indipendenza — non sembra un mondo destinato a realizzarsi. L'impresa, al crescere delle sue dimensioni, sembra porsi un problema di « mix » ottimo di finanziamento (tra cui l'autofinanziamento non è quello più a buon mercato); l'impresa sembra rispondere ai costi (e ai prezzi) relativi delle fonti finanziarie. L'impresa infine sembra prestare attenzione alla soddisfazione dell'azionista anche se non proprio a massimizzare, come dicono alcuni modelli, il valore di mercato delle azioni.

Secondo il mio parere, il « 1984 » di Berle non è tanto legato alle dimensioni quanto al ritmo di crescita delle imprese. Sono le imprese stagnanti — i colossi stagnanti — che possono fare a meno del mercato dei capitali e basarsi solo sul risparmio d'impresa.

3) Posto il problema in questi termini, io credo di poter cominciare a nutrire qualche dubbio anche circa i rapporti tra autofinanziamento e sviluppo. Quando pensiamo a questo tema noi pensiamo all'imprenditore puritano che mangia poco e reinveste tutto e massimizza il suo saggio di crescita. Questa con ogni probabilità è una catena di eventi che secondo il mio parere perde d'importanza al crescere delle dimensioni d'impresa.

APPENDICE

TAVOLA 1 - Variazioni dei prezzi all'ingrosso durante cicli economici del dopoguerra, per i gruppi di prodotti (variazione percentuale).

P r o d o t t i (1)	Peso (importanza nell'indice dei prezzi all'ingrosso) (2)	Dal punto di svolta superiore novembre 1948 al punto di svolta inferiore ottobre 1949 (3)	Dal punto di svolta inferiore ottobre 1949 al punto di svolta superiore luglio 1953 (4)	Dal punto di svolta superiore luglio 1953 al punto di svolta inferiore agosto 1954 (5)	Dal punto di svolta inferiore agosto 1954 al punto di svolta superiore luglio 1957 (6)	Dal punto di svolta superiore luglio 1957 al punto di svolta inferiore aprile 1958 (7)
Variazione media		- 6,8	+ 13,3	- 0,4	+ 7,0	+ 0,9
<i>Gruppo I (prezzi amministrati):</i>						
Acciaio (semilavorato)	0,2	0	+ 37,9	+ 2,8	+ 26,1	0
Acciaio (prodotto finito)	3,7	+ 0,6	+ 29,8	+ 2,0	+ 25,6	0
Macchinario	10,3	0	+ 16,3	+ 0,7	+ 17,3	+ 2,5
Gomma e prodotti di gomma	1,6	- 6,9	+ 20,7	+ 1,5	+ 14,6	- 0,3
Minerali non metallici	2,6	+ 0,3	+ 14,5	+ 0,9	+ 12,2	0
Carta	5,2	- 7,0	+ 20,5	+ 0,4	+ 11,3	+ 0,8
Tabacco e bevande	2,4	- 0,3	+ 13,9	+ 5,1	+ 5,1	+ 0,2
<i>Gruppo II (misto):</i>						
Metalli e prodotti metallici (escluso l'acciaio)	9,6	- 10,4	+ 24,4	- 1,7	+ 15,3	- 3,6
Mobili e apparecchiature domestiche	4,2	- 3,3	+ 12,8	+ 0,5	+ 6,0	+ 0,8
Prodotti chimici	5,8	- 9,6	+ 14,6	+ 0,6	+ 2,5	+ 1,4
Benzina	7,7	- 6,3	+ 9,7	- 3,8	+ 8,9	- 4,6
<i>Gruppo III (prezzi determinati dal mercato):</i>						
Prodotti alimentari	12,7	- 7,6	+ 10,9	+ 0,9	+ 0,8	+ 4,0
Cuoio	1,4	- 3,6	+ 2,2	- 6,0	+ 7,1	- 1,0
Legno	3,0	- 9,3	+ 24,8	- 1,7	+ 0,2	- 3,0
Tessili e abbigliamento	7,4	- 8,8	+ 3,8	- 0,2	+ 0,1	- 1,8
Prodotti agricoli	10,7	- 11,5	+ 8,0	- 2,1	- 0,3	+ 5,3
Diversi	2,4	- 0,4	+ 1,3	+ 7,3	- 13,2	+ 10,1

Fonte: R. K. LANZILLORNI, *The Effects of Monopolistic and quasi Monopolistic Practices in Joint Economic Committee, Employment, Growth and Price Levels*, Washington, 1950, p. 2288.

TAVOLA 4 - Coefficienti di correlazione semplice tra variazione dei prezzi e alcune variabili in 16 industrie manifatturiere, 1947-58 (1).

Anni	Variazione percentuale nell'indice dei prezzi all'ingrosso					
	Guadagni orari lordi	Produttività per ora di lavoro (operai)	Produzione	Profitti medi (prima delle tasse)	Profitti medi (dopo le tasse)	Saggi di concentrazione
1947-48	0,093	0,024	0,375	0,339	0,560	0,329
1948-49	0,214	0,328	— 0,416	0,439	0,335	0,287
1949-50	— 0,065	0,170	0,073	— 0,041	0,113	— 0,019
1950-51	0,101	— 0,415	— 0,199	0,294	— 0,066	— 0,526
1951-52	0,375	0,035	— 0,065	0,536	0,624	0,581
1952-53	0,546	— 0,171	0,176	0,490	0,432	0,595
1953-54	0,620	— 0,215	— 0,247	0,715	0,505	0,387
1954-55	0,551	— 0,201	0,587	0,448	0,395	0,196
1955-56	— 0,098	— 0,418	0,283	0,404	0,442	0,193
1956-57	0,551	— 0,100	0,397	0,585	0,711	0,617
1957-58	0,308	0,329	0,115	0,629	0,276	— 0,114

(1) Il livello di significatività (5%) è uguale a 0,4973. Il livello di significatività (1%) è uguale a 0,6226.

FONTE: H. M. LEVINSON, *Postwar Movement of Prices and Wages in Manufacturing Industries*, Study Paper N. 21, Washington, 1960 p. 15.

TAVOLA 5 - Rapporti tra fonti interne e fonti totali dei fondi, 1901-1962

1901-1912	0,55	1934-1939	0,98
1913-1922	0,60	1940-1949	0,71
1923-1929	0,55	1946-1956	0,61
1930-1933	—	1957-1962	0,61

Fonte: A. W. SAMETZ, « Trends in the Volume and Composition of Equity Finance », in *The Journal of Finance*, 1964.

TAVOLA 6 - Il finanziamento attraverso azioni, 1901-1912, 1923-1929, 1946-1958.

	1901-1912	1923-1929	1946-1958
Azioni rispetto a:			
Fonti esterne di lungo periodo	0,32	0,34	0,26
Fonti esterne totali	0,26	0,31	0,13
Fonti complessive	0,12	0,14	0,05

Fonte: A. W. SAMETZ, « Trends in the Volume and Composition of Equity Finance », in *The Journal of Finance*, 1964.

TAVOLA 7 - Rapporti finanziari, 1901-1912, 1946-1955, 1952-1962.

	1901-1912	1946-1955	1952-1962
Rapporti rispetto alle fonti di finanziamento totale:			
Finanziamenti esterni di breve periodo .	0,08	0,14	0,16
Finanziamenti esterni di lungo periodo .	0,37	0,24	0,23
Fonti interne	0,55	0,62	0,61

Fonte: A. W. SAMETZ, « Trends in the Volume and Composition of Equity Finance », in *The Journal of Finance*, 1964.

TAVOLA 8 - Saggi di profitto per classi dimensionali nelle industrie manifatturiere americane, 1931-1936.

Classi dimensionali delle attività (in migliaia di dollari)	Rapporto tra profitti (comprendenti interessi) e attività totali			Rapporto tra profitti (esclusi interessi) e capitale proprio
	1931-33	1934-36	1931-36	1931-36
0	8,2	9,3	8,8	11,1
50	7,2	9,0	8,1	9,4
100	7,4	8,9	8,2	9,4
250	7,6	10,0	8,8	9,4
500	7,8	10,3	9,1	9,5
1.000	7,4	9,6	8,5	8,8
5.000	8,2	9,6	8,9	9,3
10.000	6,9	8,6	7,8	8,2
50.000	5,8	7,8	6,8	7,1

FONTE: J. STEINDL, *Small and Big Business*, Oxford, 1947, p. 46.

TAVOLA 9 - Saggi medi di rendimento nell'industria manifatturiera inglese, 1954-63.

Classi dimensionali (milioni di lire sterline)	1954	1958	1962	1963	Media (1954-63)
65 o oltre	15,17	13,94	11,10	11,91	13,93
35 - 65	21,81	16,22	12,42	12,49	16,47
15 - 35	15,86	13,97	10,59	11,60	13,48
10 - 15	19,94	16,68	12,61	13,02	16,09
5 - 10	16,96	16,01	13,53	13,75	15,83
2,5 - 5	18,41	14,81	12,98	13,73	15,65
1 - 2,5	21,12	17,07	14,02	14,32	17,52
0,5 - 1	23,58	21,49	17,72	16,56	20,39
0,25 - 0,5	17,62	14,56	15,32	15,46	15,68
meno di 0,25	21,78	18,19	18,40	18,63	18,70
Media	19,31	16,42	13,95	14,15	16,54
* Rank correlation coefficients: saggi di profitto e classi dimensionali . .	(1) - 0,38	(2) - 0,60	(3) - 0,82	(3) - 0,82	(1) - 0,40

(1) Significato al livello del 10%.

(2) Significato dell'1%.

(3) Significato dello 0,1%.

FONTE: J. M. SAMUELS e D. J. SMYTH, *Profits, Variability of Profits and Firm Size*, in *Economica*, 1968, p. 131.

TAVOLA 10 - Rapporti tra profitti netti, risparmio d'impresa e patrimonio netto e tra risparmio d'impresa e profitti netti nelle imprese americane (1).

	< 50	50 - 100	100 - 250	250 - 500	500 - 1.000	1.000 - 5.000	5.000 - 10.000	10.000 - 50.000	50.000 e oltre	Totale delle classi
Profitti netti (dopo le tasse) in % del patrimonio netto										
Media 1931-1940	11,36	8,87	8,60	8,35	8,17	7,76	7,32	7,34	6,03	— 6,83
Risparmio d'impresa in % dei profitti netti dopo le tasse										
Media 1931-1940	51,13	48,98	44,14	39,43	36,01	30,31	25,45	15,51	7,97	19,20
Risparmio d'impresa in % del patrimonio netto										
Media 1931-1940	5,78	4,32	3,76	3,29	2,94	2,38	1,88	1,16	0,51	1,33

(1) Le classi dimensionali del patrimonio netto sono espresse in migliaia di dollari.

FONTE: G. K. BUTTERS e J. LINTNER, *Effect of Federal Taxes on Growing Enterprises*, Boston, 1950, Cap. 5°.

TAVOLA 11 - *Saggi di crescita composta percentuale media annuale, 1951-59.*

	Rendimenti prima delle tasse	Dividendi
441 Grandi imprese	5,1	11,5
81 Piccole imprese	5,8	7,9

FONTE: I. M. D. LITTLE e A. C. RAYNER, *Higgledy Piggledy Growth Again*, Oxford, 1966, p. 6.

TAVOLA 12 - *Saggi di ritenzione calcolati da equazioni di regressione per piccole medie imprese dell'industria manifatturiera americana.*

Reddito netto (in % del patrimonio netto)	Saggi di ritenzione		
	Grandi imprese	Piccole imprese (Wisconsin)	381 piccole imprese
0%	- 3,3%	- 3,3%	- 2,9%
2	- 1,8	- 1,7	- 1,4
4	- 0,3	- 0,1	- 0,1
5	0,4	0,7	0,9
8	2,6	3,1	3,1
10	4,1	4,8	4,6
15	7,8	8,8	8,4

FONTE: S. P. DOBROVOLSKY, *Corporate Income Retention, 1915-43*, New York, 1951, p. 47.

TAVOLA 13 - *Saggio di sviluppo del patrimonio netto e saggio medio risparmio-reddito d'impresa.*

Saggio di sviluppo (%)	Saggio medio risparmio-reddito (%)
Fino a 25	40
26 - 60	60
61 - 100	69
oltre 100	71

FONTE: S. J. PRAIS, « Dividend Policy and Income Appropriation », in B. Tew & R. F. Henderson eds., *Studies in Company Finance*, Cambridge, 1969, p. 38.

TAVOLA 14 - Propensioni di breve e di lungo periodo a distribuire dividendi (1).

	Propensione di breve periodo	Rapporto tra le propensioni di breve e di lungo periodo
Regno Unito		
1953	0,08 ($\pm$ 0,01)	0,04 ($\pm$ 0,03)
1951	0,07 ($\pm$ 0,01)	0,14 ($\pm$ 0,03)
1938	0,20 ($\pm$ 0,07)	0,21 ($\pm$ 0,10)
Stati Uniti		
1940-1	0,36 ($\pm$ 0,05)	0,32 ($\pm$ 0,03)
1925-6	0,22 ($\pm$ 0,04)	0,35 ($\pm$ 0,09)

(1) Gli errori standard sono tra parentesi.

FONTE: S. J. PRAIS, « Dividend Policy and Income Appropriation », in B. Tew & R. F. Henderson eds., *Studies in Company Finance*, Cambridge, 1959, p. 40.TAVOLA 15 - Propensione media al risparmio (S/Y) di diversi gruppi di imprese scelte secondo il loro rapporto investimento-reddito (I/Y).

Rapporto investimento- reddito : in- tervallo I/Y (%)	Propensione media al risparmio (S/Y) delle imprese in ciascun intervallo di I/Y (%)
Fino a 25	41,7
26 - 50	54,3
51 - 100	56,7
101 - 150	55,7
151 - 200	50,6
oltre 200	46,6
Totale	52,5

FONTE: B. TEW, « Self-Financing », in B. Tew & R. F. Henderson, *Studies in Company Finance*, Cambridge, 1959, p. 50.

TAVOLA 16 - Risparmio interno ed esterno come percentuale del reddito totale delle imprese piccole e grandi.

	Imprese piccole	Imprese grandi
Risparmio d'impresa	22	27
Capitale raccolto sul mercato	7	14
Altre fonti (1)	3	5
Variazione totale nelle attività nette	32	46

(1) Costituite principalmente da riserve per scopi fiscali e aumenti nelle quote di minoranza.

FONTE: S. J. PRAIS, « Size, Growth and Concentration », in B. Tew & R. F. Henderson, *Studies in Company Finance*, Cambridge, 1959, p. 117.

TAVOLA 17 - *Finanziamento dell'espansione attraverso fonti interne ed esterne per dimensione d'impresa. (Classi di dimensione in migliaia di dollari).*

	< 1	1 - 1	1 - 2	2 - 4	4 - 8	> 8	Complesso delle imprese
1. Risparmio come percentuale di:							
a) Reddito prima dell'imposta . .	22	24	26	28	27	27	27
b) Reddito dopo l'imposta	51	58	61	63	62	60	60
2. Emissioni di capitale nuovo come percentuale del risparmio	33	32	38	30	48	50	42
3. Percentuale delle imprese che si fi- nanziano attraverso raccolta di ca- pitale	19	28	40	40	60	53	32
4. Percentuale di capitale raccolta at- traverso l'emissione di azioni ordi- narie	60	53	50	52	48	41	45

Giancarlo Mazzocchi

TAVOLA 18 - Tassi di autofinanziamento lordo nelle 200 imprese classificate secondo la dimensione dell'attivo lordo (per cento).

Autofinanziamento lordo		Attivo lordo oltre 100.000	50.001 - 100.000	25.001 - 50.000	15.001 - 25.000	Fino a 15.000
1958	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	43,29 57,51 61,98	75,43 88,97 89,75	59,69 83,16 84,83	53,06 75,09 90,26	61,44 73,81 106,43
1959	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	48,74 85,13 84,47	52,25 101,61 103,84	51,52 93,03 97,51	45,26 71,10 90,39	54,09 105,36 152,96
1960	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	28,46 53,71 88,97	45,68 61,48 87,58	54,27 105,20 110,70	50,90 66,78 107,38	44,63 64,68 135,31
1961	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	39,44 53,76 64,69	40,16 59,24 77,81	40,73 63,46 83,23	47,13 67,89 94,36	52,27 77,56 128,35
1962	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	24,84 37,16 44,79	26,60 36,41 48,26	47,00 60,58 81,84	48,46 61,07 75,00	42,74 67,19 99,87
1963	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	23,02 31,75 44,43	28,00 42,23 51,03	36,95 51,81 76,60	42,53 59,32 81,17	42,75 61,74 110,74
Intero periodo	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	30,63 46,06 58,63	37,11 53,83 67,21	45,96 60,22 80,85	46,98 65,13 87,56	47,45 71,13 118,76

FONTE: G. ZANETTI e E. FILIPPI, *Finanza e sviluppo della grande industria in Italia*, F. Angeli Editore, p. 132.

TAVOLA 19 - *Formazione di capitale e suo finanziamento in un gruppo di 342 società dell'industria manifatturiera, 1959-66 per classi di patrimonio netto (percentuali rispetto alla formazione lorda di capitale).*

Classi di dimensioni (in miliardi)	Formazione di capitale (miliardi di lire)		Autofinanziamento		Fonti esterne di finanziamento			Variazione del saldo debitorio con le banche
	Lorda	Netta	Lordo	Netto	Debiti medio-lungo termine	Obbligazioni	Versamenti azionisti	
Fino a 2,5	34,0	20,1	43,0	- 4,8	14,0	2,0	20,0	32,9
da 2,5 a 10	168,2	98,6	58,6	10,5	16,0	2,0	19,5	22,0
da 10 a 20	128,0	67,3	61,7	25,8	27,0	3,1	30,0	14,0
da 20 a 50	113,5	56,0	74,0	77,4	18,0	4,9	17,0	8,0
oltre 50	391,4	245,9	48,2	13,7	21,0	10,0	21,9	12,0

(I dati riguardanti la formazione lorda e netta di capitale sono dati medi per il periodo 1959-66).

Fonte: I dati sono stati ricavati dalla Tav. a.T. 13 pubblicata in Banca d'Italia, *Assemblea generale Ordinaria dei Partecipanti*, anno 1967 (appendice), Roma, 1968.

TAVOLA 20 - Tassi di autofinanziamento lordo nelle 200 imprese classificate secondo lo sviluppo dell'attivo lordo (per cento).

Autofinanziamento lordo		Sviluppo attivo lordo fino al 30%	30 - 60%	60 - 120%	120 - 300%	Oltre 300%
1958	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	77,35 78,01 66,10	65,01 65,21 81,74	71,65 113,49 98,26	42,75 56,28 63,71	26,05 33,89 45,31
1959	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	72,58 342,42 113,96	72,40 126,44 100,05	59,85 126,29 158,85	46,53 78,24 76,99	21,26 30,58 39,26
1960	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	126,39 (*) 207,24	60,26 88,30 108,86	39,25 66,91 128,07	30,64 56,27 84,02	20,85 30,65 47,50
1961	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	99,87 158,78 116,53	49,19 80,67 131,01	55,77 78,37 93,62	34,93 48,61 62,00	21,32 30,02 39,02
1962	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	59,00 62,41 82,93	53,05 77,37 70,23	48,24 59,70 87,93	20,31 31,84 36,35	16,29 24,01 29,32
1963	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	25,11 34,21 84,62	23,43 190,98 (*)	47,16 60,02 91,57	22,53 28,31 32,32	11,06 13,86 20,51
Intero periodo	su: incremento attivo lordo . incremento imp. e scorte . incremento impianti . . .	68,36 109,28 101,12	46,80 94,21 136,71	50,22 72,04 101,87	28,51 41,69 50,02	18,31 25,53 34,50

(*) Dato negativo.

FONTE: G. ZANETTI e E. FILIPPI, *Finanza e sviluppo della grande industria in Italia*, F. Angeli Editore, p. 186.

TAVOLA 21 - *Espansione rispetto al reddito per dimensione dell'impresa. (Classi di dimensione in migliaia di lire sterline).*

	< 1	1 - 1	1 - 2	2 - 4	4 - 8	> 8	Complesso delle imprese
Reddito							
1. Reddito d'esercizio totale al netto dell'ammortamento e imposte (Y) .	15	38	78	137	271	560	1.015
2. Reddito d'esercizio totale al netto dell'ammortamento prima delle im- poste	35	90	181	316	611	1.273	4.240
Espansione							
3. Investimenti in capitale circolante (I)	10	31	64	124	251	542	1.887
4. Incremento totale delle attività net- te (ΔA)	11	32	67	127	241	572	1.962
Rapporto espansione-reddito							
5. Rapporto investimento-reddito (a) (%)	65	82	82	91	93	97	99
6. Rapporto tra aumento in attività nette e reddito totale (b) (%) . .	32	35	37	40	40	45	46

(a) Riga 3 diviso riga 1. (b) Riga 4 diviso riga 2.

FONTE: S. J. PRAIS, «Size, Growth and Concentration», in B. Tew e R. F. Henderson, *Studies in Company Finance*, Cambridge, 1959, p. 112.

TAVOLA 22 - Rapporti finanziari nell'industria manifatturiera americana: 1932 e 1936.

Classe dimensionale (migliaia di dollari)	Attività totali rispetto al capitale proprio (%)		Debiti a breve rispetto al debito totale (%)	
	1932	1936	1932	1936
0	176	199	86	85
50	150	161	80	81
100	140	149	77	79
250	131	140	71	75
500	126	136	69	72
1.000	122	128	59	69
5.000	122	128	44	56
10.000	121	125	44	56
50.000	123	127	42	55

FORTE: J. STEINDL, *Small and Big Business*, Oxford, 1947, p. 44.

TAVOLA 23 - Indicatori della struttura di indebitamento delle imprese per classi di dimensione, 1947-49.

Struttura dell'indebitamento	Dimensione d'impresa (in migliaia di \$)				
	meno di 250 \$	da 250 a 999 \$	da 1.000 a 4.999 \$	da 5.000 a 99.999 \$	da 100.000 e oltre
Rapporto tra patrimonio netto e debito					
1947	2,1	2,1	2,1	2,3	2,5
1948	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2
1949	1,9	2,4	2,6	2,4	2,2
Rapporto tra debiti bancari a breve e debito a breve totale (percentuale)					
1947	14,4%	16,1%	20,2%	16,7%	6,7%
1948	15,6	16,2	18,4	17,1	5,8
1949	15,4	16,1	18,8	15,6	8,9
Rapporto tra debiti a breve e debito totale					
1947	27,1%	27,6%	27,1%	23,0%	17,1%
1948	28,3	27,3	25,2	22,7	18,3
1949	26,3	23,2	22,5	20,4	18,3

FORTE: C. H. SCHMIDT, « Analyzing the Effects of Business Size on Sources and Uses of Funds », *Conference on Research in Business Finance*, New York, 1952, p. 59.

TAVOLA 24 - Tassi di finanziamento con vincolo di credito (finanziamento con vincolo di credito/incremento attivo lordo) in 200 imprese classificate secondo la dimensione del fatturato e dell'attivo lordo (per cento).

Classi di dimensione (in milioni)	1958	1959	1960	1961	1962	1963	Intero periodo
FATTURATO							
oltre 100.000	41,96	42,21	25,16	47,99	41,80	72,52	47,15
50.001 - 100.000	42,08	20,36	59,92	38,26	35,92	73,79	51,34
25.001 - 50.000	— 7,57	29,16	35,02	42,93	54,48	52,67	42,08
15.001 - 25.000	36,82	40,99	43,02	38,67	53,59	61,16	48,55
fino a 15.000	25,42	43,65	15,31	41,26	42,46	54,98	41,48
ATTIVO LORDO							
oltre 100.000	38,97	38,10	33,82	47,50	41,08	74,46	48,59
50.001 - 100.000	20,49	28,30	41,79	39,93	64,54	61,65	50,42
25.001 - 50.000	22,60	40,72	21,62	39,78	36,46	48,46	37,35
15.001 - 25.000	36,61	37,09	31,99	36,61	33,17	53,99	40,14
fino a 15.000	15,85	40,43	47,34	38,08	43,65	48,30	42,06

TAVOLA 25 - Tassi di ricorso alle banche (debiti verso banche/incremento attivo lordo) in 200 imprese classificate secondo la dimensione del fatturato e dell'attivo lordo (per cento).

Classi di dimensione (in milioni)	1958	1959	1960	1961	1962	1963	Intero periodo
FATTURATO							
oltre 100.000	9,20	- 1,86	3,67	1,53	5,00	12,60	5,79
50.001 - 100.000	20,79	- 18,55	- 1,82	4,52	3,49	13,13	4,60
25.001 - 50.000	- 13,28	1,31	- 4,19	10,76	8,77	14,93	6,55
15.001 - 25.000	5,29	14,83	14,87	14,35	34,50	23,04	20,30
fino a 15.000	2,68	9,00	- 9,53	24,73	13,94	34,22	17,71
ATTIVO LORDO							
oltre 100.000	10,38	- 5,05	- 0,09	3,15	4,50	14,03	5,43
50.001 - 100.000	9,44	1,02	9,00	11,06	22,35	25,46	16,83
25.001 - 50.000	- 9,62	17,31	- 2,14	19,47	16,82	18,88	12,77
15.001 - 25.000	14,46	5,67	4,49	18,29	6,73	24,29	13,81
fino a 15.000	- 5,71	1,06	9,99	10,79	20,41	21,74	13,17

FONTE: G. ZANETTI e E. FILIPPI, *Finanza e sviluppo della grande industria in Italia*, F. Angeli Editore, p. 212.

TAVOLA 26 - Indicatori della situazione di liquidità delle imprese per diverse classi di dimensioni, 1947-49.

Situazione di liquidità	Dimensione d'impresa (in migliaia di \$)				
	meno di 250 \$	da 250 a 999 \$	da 1.000 a 4.999 \$	da 5.000 a 99.999 \$	da 100.000 e oltre
Rapporto finanziario (current ratio)					
1947	2,4	2,5	2,5	2,8	3,2
1948	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0
1949	2,3	2,7	2,8	3,0	2,8
Rapporto di liquidità (quick ratio)					
1947	0,7	0,7	0,7	0,8	1,1
1948	0,6	0,7	0,7	0,8	1,0
1949	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9
Rapporto tra magazzino e attività correnti (per- centuale)					
1947	36,2%	40,3%	44,0%	46,3%	46,2%
1948	38,5	42,1	44,4	48,1	46,6
1949	37,5	43,6	47,1	48,9	48,0
Rapporto tra vendite e crediti mercantili					
1947	3,0	3,2	3,0	2,9	3,2
1948	3,0	3,1	3,0	2,9	3,4
1949	3,0	3,0	2,9	2,8	3,4

FONTE: C. H. SCHMIDT, « Analyzing the Effects of Business Size on Sources and Uses of Funds », *Conference on Research in Business Finance*, New York, 1952, p. 56.

TAVOLA 27 - Valori medi di alcune voci di bilancio dell'anno 1960 di 145 aziende diverse per classi di ampiezza (milioni di lire).

Classi d'ampiezza	Scorte monetarie	Fatturato	(1) ÷ (2)
Sino a 10.000 milioni	437	7.177	0,060
da oltre 10.000 a 30.000 milioni .	988	14.042	0,070
oltre 30.000 milioni	3.391	40.777	0,083

FONTE: G. ZANDANO, *La domanda di moneta e la politica monetaria e fiscale*, Milano, 1966.

TAVOLA 28 - Saggi percentuali di remunerazione delle scorte monetarie e delle attività non monetarie e dimensioni delle aziende.

Variabili	Aziende di minori dimensioni	Tutte le aziende	Aziende di maggiori dimensioni
Scorte monetarie	3,2	6,9	8,1
Capitale	9,4	8,1	7,2

FONTE: G. ZANDANO, *La domanda di moneta e la politica monetaria e fiscale*, Milano, 1966, pp. 36 e 106.

TAVOLA 29 - Distribuzione proporzionale della variazione nelle attività nelle per dimensioni d'impresa. (Classi di dimensione in migliaia di dollari).

	< 1	1 - 1	1 - 2	2 - 4	4 - 8	> 8	Complesso delle imprese
Aumenti in							
Immobilizzi tecnici lordi	79	74	81	84	75	79	78
Meno Ammortamento	-43	-41	-41	-42	-40	-37	-39
	35	33	40	42	35	42	39
Avviamento, ecc.	2	1	1	1	1	1	1
Investimenti commerciali	13	10	8	7	8	3	6
Magazzino e prodotti in lavorazione	35	41	46	47	41	44	44
Crediti verso clienti	35	35	34	27	36	28	31
Meno Debiti verso fornitori	-27	-21	-24	-18	-25	-18	-20
Accantonamenti vari	-3	-9	-8	-7	-8	-10	-8
Fondi liquidi	22	17	14	11	20	18	17
Meno Crediti bancari in bianco	-4	-3	-3	-5	-3	-4	-4
Rettifiche per consolidamento, ecc.	-9	-5	-8	-5	-5	-4	-5
	100	100	100	100	100	100	100
Aumento totale nelle attività nette per impresa (in migliaia di \$)	11	32	127	241	572	1.962	101

TAVOLA 30 - *Fonti di finanziamento di un campione di imprese industriali francesi, 1954 (1) (percentuale).*

Classi dimensionali (per numero di occupati)	Autofinan- ziamento	Credito bancario	Mercato dei capitali	Fondi pubblici
Meno di 100	75	21	1	3
da 100 a 200	63	28	3	6
da 200 a 1.000	60	29	5	6
più di 1.000	55	28	11	6
<i>Tutte le imprese del campione</i>	57	28	9	6

(1) 1.225 Imprese industriali.

FONTE: Institut National de la Statistique et des études économiques, *Conjoncture et mouvement des affaires*, Dicembre 1954.TAVOLA 31 - *Volume delle aperture di credito in c/c e delle lavorazioni per dimensione d'impresa.*

Dimensione delle classi (in migliaia di sterline)	Aperture di credito in c/c alla fine del periodo in % delle attività nette	Variazioni delle aperture di credito in c/c come % delle variazioni delle attività nette
Fino a 250	5,5	4,4
251 - 500	6,8	7,8
501 - 1.000	4,9	3,3
1.001 - 2.000	4,3	2,9
2.001 - 4.000	3,6	5,3
4.001 - 8.000	3,4	2,9
oltre 8.000	3,9	3,6
<i>Tutte le imprese</i>	4,1	3,8

FONTE: R. F. HENDERSON, « Bank Credit », in B. Tew e R. F. Henderson eds., *Studies in Company Finance*, Cambridge, 1959, p. 80.

TAVOLA 32 - Numero delle emissioni di capitale per dimensione d'impresa.

Dimensione delle classi	Numero delle imprese	Solo azioni ordinarie	Solo azioni preferenziali	Solo obbligazioni	Più di un tipo di titoli	Percentuale totale delle imprese ricorrenti ad emissioni di capitale
Fino a 250	690	9	3	5	2	19
251 - 500	610	10	4	6	8	28
501 - 1.000	512	10	4	9	10	35
1.001 - 2.000	349	13	3	9	15	40
2.001 - 4.000	192	12	3	11	14	40
4.001 - 8.000	91	19	3	16	22	60
oltre 8.000	105	9	3	13	29	53
Totale . . .	2.549	11	3	8	9	32

Fonte: R. F. HENDERSON, «Capital Issues», in B. Tew e R. F. Henderson eds., *Studies in Company Finance*, Cambridge, 1960, p. 60.