

In assenza di questi ultimi, la struttura finanziaria osservata dovrebbe corrispondere a quella ritenuta ottimale dalle singole imprese; introducendo frizioni, tempi di decisione e costi di aggiustamento (di entità rilevante), la struttura osservata dovrebbe rappresentare solo una prima approssimazione di quella ottimale e studiando le politiche finanziarie delle imprese in materia di dividendi, emissioni azionarie ed indebitamento si dovrebbe percepire il cammino di progressivo avvicinamento al punto di ottimo intrapreso dalle società. Ad esempio: il ribilanciamento di un indebitamento eccessivo con una nuova raccolta azionaria potrebbe essere rimandato a causa del momento non favorevole del mercato finanziario, oppure per il timore che il mercato interpreti la decisione come dettata dalla stima del management che le azioni sono sopravvalutate; oppure, la riduzione di un tantum dei dividendi pagati per sostenere un importante progetto di investimenti potrebbe non essere fattibile perché la diminuzione del payout dividend potrebbe essere interpretata in senso sfavorevole dal mercato, che reagirebbe penalizzando temporaneamente le quotazioni.

La presenza di costi di agenzia e di orientamenti dell'impresa a produrre "segnali" ritenuti rilevanti per il mercato complicano il semplice quadro descritto sopra, spostando o rendendo indeterminato il punto di ottimo della struttura finanziaria.

A contrastare la teoria del tradeoff vi è quella basata sul modello di pecking-order: non esiste una struttura finanziaria target, ma l'impresa decide la politica delle coperture in base ad un ordine di preferenza, in cui prima inizia ad utilizzare le fonti interne, poi ricorre all'indebitamento e solo da ultimo sceglie l'emissione di nuove azioni. In tal modo

l'impresa riesce ad evitare il più possibile i costi di emissione e gli altri oneri amministrativi connessi alla finanza esterna (a qualunque titolo venga raccolta). La struttura finanziaria osservata non sarebbe altro che l'effetto cumulato delle varie decisioni di politica finanziaria prese alla luce dei fabbisogni da coprire: le imprese redditizie, con abbondanti flussi di autofinanziamento, sono meno indebitate di imprese simili per settore, dimensione e fabbisogni finanziari, ma meno profittevoli. Il minor debito deriva dal più ampio autofinanziamento più che da scelte fiscali o di rischio (che in questo caso suggerirebbero comportamenti opposti). In questo quadro il ricorso al capitale di rischio verrebbe effettuato solo dopo che l'impresa ha esaurito la propria capacità di indebitamento ed incontra difficoltà nell'approvvigionarsi di fondi ai tassi di mercato. Allo stesso tempo la politica dei dividendi è estremamente inerziale e le imprese preferiscono non modificarla se non raramente: aumenti di dividendi vengono decisi solo quando si ha la prospettiva di migliori redditi significativi e sostenibili nel tempo, mentre riduzioni od addirittura interruzioni dei dividendi vengono effettuate solo a fronte di gravi crisi. Numerose ricerche empiriche mettono in luce un miglior accordo della pecking-order theory con le osservazioni empiriche (più sui dati aggregati che a livello di singole imprese).

Il comportamento delle imprese in base alla pecking-order theory viene interpretato come l'effetto della separazione tra proprietà e controllo: il management non agisce necessariamente per massimizzare il valore degli azionisti, ma tende a rifuggire da un controllo troppo stretto del mercato, evitando per quanto possibile il ricorso alla finanza esterna e soprattutto alla raccolta di capitale di