

do, per la spiegazione della variabilità nell'attività di investimento, un fattore di costo aggiuntivo nel caso in cui le imprese, per l'acquisizione di capitale esterno, ricorrano all'emissione di nuove azioni. L'esistenza di tale costo aggiuntivo porta a un ampliamento nel divario esistente tra costo per il finanziamento tramite fonti esterne e interne e, conseguentemente, accresce la probabilità che l'impresa si venga a trovare nella situazione in cui i profitti vengono trattenuti, nessun dividendo viene pagato e le prospettive future non sono sufficienti per effettuare un'emissione di nuove azioni. Al verificarsi di tali condizioni l'entità degli investimenti realizzati dalle imprese non è più sensibile al valore di  $q$ , ma è piuttosto il livello di autofinanziamento a costituire una variabile rilevante. La sensitività degli investimenti al cashflow sarà, dunque, più elevata nel caso di imprese per le quali è più ampio lo scostamento esistente tra il costo interno ed esterno delle fonti di finanziamento. Tale sensitività, misurata con opportuni strumenti econometrici, può, dunque, rappresentare un indicatore dei vincoli finanziari a cui un determinato set di imprese è soggetto.

Gli stessi Fazzari *et al.* (1988) presentano alcune fondamentali questioni metodologiche inerenti alla misurazione dell'impatto dei vincoli finanziari sulle decisioni di investimento. Essi sostengono come sia i livelli di investimento in capitale fisico, sia gli indicatori di liquidità quali il cashflow, possano essere serialmente correlati con una terza variabile non osservabile, ovvero i livelli di profitto, presenti e attesi, delle imprese analizzate. In questo caso, delle semplici regressioni mostrerebbero una correlazione positiva tra cashflow e investimenti, anche in presenza di un mercato dei capitali perfetto e in assenza di vincoli finanziari. Gli stessi autori sostengono come questo ostacolo metodologico possa essere aggirato attraverso un'analisi che segua un approccio comparativo tra i comportamenti di differenti raggruppamenti di imprese, costruiti, ad esempio, sulla base dell'appartenenza a distinti settori dell'economia, che presentino diversi livelli strutturali di razionamento del credito. In alternativa, tale ottica comparativa potrebbe essere riprodotta tramite l'ausilio, per la discriminazione delle imprese, di variabili di carattere dimensionale o strutturale, come la possibilità o meno di accesso a un mercato interno di capitali. Una seconda questione metodologica riguarda il fatto che per alcune imprese si possa registra-