

**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI MODENA E
REGGIO EMILIA**

Facoltà di Economia "Marco Biagi"

Corso di Laurea Specialistica in Analisi, Consulenza e Gestione finanziaria

Curriculum Gestione finanziaria

**ECONOMIA E FINANZA NEL SETTORE METALMECCANICO:
UN' ANALISI EMPIRICA SULLE IMPRESE IN PROVINCIA DI MODENA**

Relatore

Prof.ssa Luciana Canovi

Tesi di Laurea Specialistica di

Erica Poli

Anno accademico 2008 / 2009

INDICE

INTRODUZIONE.....	5
1 QUADRO MACROECONOMICO.....	9
1.1 IL CONTESTO COMPETITIVO INTERNAZIONALE.....	9
1.2 LA SITUAZIONE DEL SISTEMA PRODUTTIVO ITALIANO.....	11
1.3 L'INDUSTRIA MECCANICA MODENESE.....	15
2 IL CAMPIONE DI IMPRESE E LE SCELTE METODOLOGICHE.....	19
2.1 IL CAMPIONE DI IMPRESE.....	20
2.2 I PROBLEMI DI APPROCCIO ALL'ANALISI DI BILANCIO.....	25
3 ANALISI SUL CAMPIONE DI 211 IMPRESE.....	33
3.1 SCELTE METODOLOGICHE.....	33
3.2 LA STRUTTURA DEGLI INVESTIMENTI E DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO.....	35
3.2.1 <i>Analisi disaggregata per classe dimensionale</i>	38
3.2.2 <i>Analisi disaggregata per tipologia di impresa</i>	44
3.2.3 <i>Analisi disaggregata per specializzazione produttiva</i>	49
3.3 ANALISI DELLE PERFORMANCE.....	53
3.3.1 <i>Le imprese in difficoltà</i>	59
3.3.2 <i>Analisi disaggregata per classe dimensionale</i>	61
3.3.3 <i>Analisi disaggregata per tipologia di impresa</i>	67
3.3.4 <i>Analisi disaggregata per specializzazione produttiva</i>	71
3.4 CONCLUSIONI.....	76
4 ANALISI SUL CAMPIONE DI 97 IMPRESE.....	79
4.1 IL SOTTOCAMPIONE: LA STRUTTURA E LE SCELTE METODOLOGICHE.....	79
4.2 LA STRUTTURA DEGLI INVESTIMENTI E DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO.....	83
4.2.1 <i>Analisi disaggregata per classe dimensionale</i>	88
4.2.2 <i>Analisi disaggregata per tipologia di impresa</i>	94
4.2.3 <i>Analisi disaggregata per specializzazione produttiva</i>	99
4.3 ANALISI DELLE PERFORMANCE.....	104
4.3.1 <i>Analisi disaggregata per classe dimensionale</i>	110
4.3.2 <i>Analisi disaggregata per tipologia di impresa</i>	116
4.3.3 <i>Analisi disaggregata per specializzazione produttiva</i>	121
4.4 CONCLUSIONI.....	127
5 I PRIMI EFFETTI DELLA CRISI SUI BILANCI DELLE IMPRESE DEL SETTORE... 129	

5.1 UN CONFRONTO TRA I DATI DI BILANCIO	130
6 CONCLUSIONI.....	141
INDICE DELLE TABELLE	145
INDICE DELLE FIGURE.....	149
BIBLIOGRAFIA.....	151

INTRODUZIONE

La realtà dei distretti industriali è da tempo oggetto di studio e di dibattito. Uno dei principali temi di discussione riguarda la presenza di vantaggi localizzativi di cui le imprese che vivono in un determinato territorio fruiscono, in virtù delle relazioni di interdipendenza e scambio che si creano tra loro.

Ci si è quindi chiesto se la *performance* delle imprese localizzate in un determinato territorio, siano più favorevoli rispetto alle altre imprese e se questa rete di relazioni non sia la chiave per superare il problema della piccola dimensione.

In questa linea si è inserito un recente progetto di ricerca, denominato “*Metalnet 2005 - Indagine sulle imprese meccaniche della provincia di Modena*”. L’obiettivo di tale indagine è stato quello di studiare la struttura e la dinamica del settore meccanico in provincia di Modena: si tratta di un settore tradizionalmente forte e trainante per l’industria modenese, soprattutto a livello internazionale in mercati di nicchia (come quello dei motori o dei macchinari per l’industria) e che è oggi posto di fronte alle nuove sfide del contesto competitivo attuale.

Dalla ricerca, svolta tramite questionari e interviste agli imprenditori (effettuate tra novembre 2006 e aprile 2007), sono emersi vari aspetti della realtà aziendale (assetto proprietario, attività svolta, mercati di sbocco, livello di integrazione verticale ecc.) che mostrano un settore solido, in cui le diverse imprese, legate da forti relazioni di interdipendenza, negli ultimi anni hanno cercato di affrontare le sfide poste dalla globalizzazione tramite importanti investimenti, soprattutto in innovazione e internazionalizzazione.

In questo contesto un ruolo importante è giocato dalle imprese di subfornitura, ciascuna specializzata in una specifica fase di lavorazione, e attive su diversi settori di destinazione.

Tali imprese hanno puntato soprattutto in due direzioni: innanzitutto sul miglioramento del servizio e l’offerta di un prodotto sempre più completo; ciò ha dato un ulteriore impulso alle relazioni tra le imprese del distretto, poiché ha reso necessario decentrare ad altre aziende terze alcune lavorazioni necessarie per completare il ciclo produttivo.

Inoltre si è assistito a un’ulteriore specializzazione orientata alla produzione per piccole serie e pezzi unici: tale strategia risponde all’esigenza di offrire al cliente un prodotto il più possibile personalizzato e di qualità, per il quale egli sia disposto a pagare un *premium price*.

Il quadro che emerge da queste interviste appare però in contrasto con quanto rilevato in uno studio condotto da Banca Intesa¹, nel quale vengono delineate prospettive tutt'altro che positive per quel che riguarda il futuro delle imprese distrettuali.

In particolare, lo studio individua nel mutamento del contesto competitivo internazionale una delle cause più rilevanti dell'affievolirsi del cosiddetto "effetto distretto", ossia dell'insieme di fattori economico sociali che hanno consentito alle imprese posizionate in un determinato contesto di godere di performance superiori rispetto a quelle non distrettuali.

Questo peggioramento emerge soprattutto dall'analisi dei bilanci delle aziende effettuata in tale indagine; tra le altre cose, si assiste infatti, a una diffusa riduzione dei margini unitari che porta le imprese distrettuali a ottenere ROI significativamente inferiori rispetto a quelli delle imprese non distrettuali: tale andamento sarebbe imputabile a una più attenuata efficienza dell'impiego del capitale nonché al differenziale negativo dei margini, che pare risentire da un lato della fase di apprezzamento dell'euro - che si ripercuote negativamente sulle imprese esportatrici - e dall'altro dell'apertura delle catene del valore all'esterno: in questo modo si affievolirebbero i vantaggi localizzativi in termini di differenziazione dell'offerta e trasmissione di cultura produttiva.

Quindi il fatto di aprirsi verso l'esterno (effetti della globalizzazione) ha ripercussioni negative sulla redditività del *core business*.

Il presente lavoro, dunque, nasce dall'esigenza di rispondere ad alcune domande che sorgono dal confronto tra i dati ottenuti intervistando il campione di imprese della provincia di Modena e quanto invece emerge dallo studio di Banca Intesa.

Si tratta quindi di misurare l'effettiva *performance* e lo stato di salute delle imprese del distretto modenese tramite l'analisi dei bilanci societari.

I risultati dell'analisi quantitativa, incrociati con i dati emersi dalle interviste alle imprese, dovrebbero concorrere a delineare un quadro più preciso della reale situazione del settore.

Nel primo capitolo verrà quindi illustrato l'andamento del sistema produttivo italiano negli ultimi anni, anche alla luce dei cambiamenti intervenuti sui mercati mondiali agli albori della crisi finanziaria, focalizzando l'attenzione sulle caratteristiche principali del settore metalmeccanico modenese al fine di avere un quadro sufficientemente chiaro della struttura di tale distretto.

¹ Foresti, Guelpa, Trenti (2009), "Effetto distretto: esiste ancora?", Servizio Studi e Ricerche, Intesa S. Paolo

Nel secondo capitolo si analizzerà il campione di dati a disposizione e verranno affrontati i principali problemi metodologici sorti durante l'analisi; in particolare si illustrerà come l'analisi è stata suddivisa in base ai dati a disposizione: una prima indagine di tipo aggregato e una seconda più dettagliata e basata su una riclassificazione degli stati patrimoniali di tipo funzionale .

Il terzo capitolo è dunque dedicato all'analisi sui dati del campione complessivo, successivamente disaggregato per classe dimensionale, tipo di impresa e specializzazione produttiva.

L'analisi del sotto campione verrà affrontata nel quarto capitolo, in cui verranno messi in luce alcuni aspetti importanti della gestione aziendale tra cui la composizione dell'attivo e del passivo patrimoniale, i dati di *performance* economica ed efficienza di utilizzo del capitale, la capacità di finanziare dall'interno la crescita e di sopravvivere a congiunture economiche negative al fine di confrontare i risultati con quanto emerso nell'analisi precedente.

Il quinto capitolo sarà invece dedicato all'analisi degli effetti della crisi finanziaria sui bilanci societari: dal confronto dei principali indicatori con i valori osservati nel 2008, si cercherà infatti di valutare se già a partire dal primo anno della crisi è possibile riscontrare un peggioramento dell'andamento della gestione.

Alla fine del lavoro sono tracciate le principali conclusioni.

1 QUADRO MACROECONOMICO

Premessa

Il presente capitolo ha lo scopo di illustrare il contesto macroeconomico del periodo in cui l'analisi viene condotta, sia a livello internazionale che nazionale, per poi soffermarsi sulle caratteristiche del settore metalmeccanico modenese.

Per comprendere, infatti, tutti i problemi affrontati in questa analisi e, più in generale, collegati ai distretti, è necessario contestualizzare il discorso e chiarire quali tendenze siano in atto e come queste incidano sull'economia locale.

A tal fine nel primo paragrafo si illustrano i principali trend mostrati dall'economia mondiale negli ultimi anni, e in particolare i mutamenti che hanno contribuito a determinare l'attuale contesto competitivo fino allo scoppio della crisi finanziaria.

Il secondo paragrafo, invece, descrive le caratteristiche del sistema produttivo italiano e mette in luce come le difficoltà riscontrate dalle imprese in termini di *performance* siano direttamente collegate alla struttura dimensionale e settoriale del sistema, vale a dire a una struttura sbilanciata verso la micro – piccola impresa e verso una specializzazione in comparti a basso contenuto tecnologico. Viene inoltre affrontato il fenomeno dei distretti, come realtà tipica italiana, e accennato il dibattito circa il permanere dei vantaggi localizzativi tipici di queste realtà locali.

Infine, il terzo paragrafo entra nel merito del settore oggetto dell'analisi poiché descrive la struttura e le principali prospettive dell'industria metalmeccanica modenese, così come emergono dall'indagine condotta da Metalnet.

1.1 Il contesto competitivo internazionale

Il periodo di interesse dell'analisi in oggetto comprende gli anni che vanno dal 2005 al 2008.

In questo arco temporale, che arriva fino ai prodromi della crisi tuttora in essere, si è assistito a un mutamento abbastanza profondo del contesto competitivo internazionale, mutamento peraltro già in essere da alcuni anni. In particolare è possibile individuare tre aspetti principali

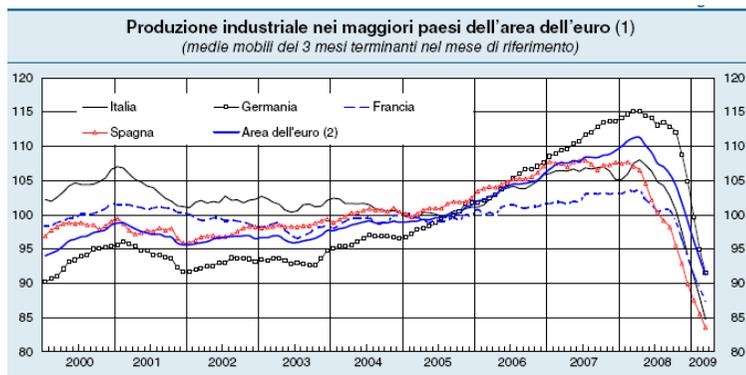
che hanno portato a un aumento della pressione concorrenziale: lo sviluppo delle nuove tecnologie informatiche (TIC); il processo di integrazione europea e l'introduzione dell'euro; la globalizzazione (Banca di Italia, 2009).

Per quanto riguarda il primo aspetto, sono ormai circa il 96% le imprese Europee con almeno dieci addetti che utilizzano i cosiddetti servizi di base (computer e collegamento a internet); i servizi più avanzati (come lo scambio elettronico di informazioni con fornitori e/o clienti o l'utilizzo di internet per la vendita on-line) registrano invece livelli più bassi di diffusione e con differenze sia a livello geografico che di dimensione di impresa (Fonte: Istat, 2008).

Le imprese che sono state in grado di dotarsi di un buon livello di sistemi informatici hanno potuto beneficiare dei vantaggi in termini di efficienza e produttività che questi strumenti consentono, riuscendo così a emergere rispetto alle altre.

In secondo luogo, anche la costituzione di un mercato unico e l'introduzione dell'euro hanno contribuito all'aumento della pressione concorrenziale, anche se "la maggior parte della letteratura, riferita per lo più al settore manifatturiero, concorda nell'indicare un impatto positivo ma contenuto dell'adozione dell'euro sul commercio dell'area" (Banca D'Italia, 2008).

Infine il fenomeno della globalizzazione nell'ultimo decennio si è notevolmente intensificato e ha posto le imprese di fronte alla necessità di ridefinire le proprie strategie aziendali, sia da un punto di vista commerciale, sia da un punto di vista organizzativo, alla luce dell'eventuale decisione di delocalizzare alcune fasi della produzione in paesi stranieri allo scopo di ottenere risparmi di costo e specializzarsi nelle fasi a maggiore valore aggiunto. L'insieme di questi cambiamenti ha nel complesso aumentato la competitività dei mercati



Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat.
(1) Indici: 2005=100; dati destagionalizzati. - (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 16 paesi.

internazionali.

Con lo scoppio della crisi finanziaria nell'agosto 2007, poi trasmessasi sul versante reale, l'economia mondiale è entrata in una fase di recessione. Nel corso del 2008, infatti, si è trasmessa dai mercati finanziari americani all'economia dell'area dell'euro, impartendo un duro colpo alla crescita europea (Relazione Banca d'Italia, 2008).

Tra i principali effetti, si individua il drastico calo della produzione.

Infatti, se da un lato i criteri più selettivi nell'offerta di credito da parte degli istituti creditizi (spinti dalla necessità di contenere il rischio) hanno reso poco accessibile per molte aziende il ricorso all'indebitamento, dall'altro l'ampliamento dei margini di capacità produttiva inutilizzata e la crescita del pessimismo nelle attese di produzione hanno concorso a frenare gli investimenti (quelli in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto sono cresciuti solo dello 0,8% nel 2008).

Inoltre, il crollo del commercio internazionale ha condizionato negativamente sia le esportazioni che l'attività industriale di tutte le economie dell'area.

Infine ripercussioni negative si osservano anche sul mercato del lavoro: il tasso di crescita dell'occupazione si è ridotto dello 0,9% tra il 2007 e il 2008 (Istat, 2008).

1.2 La situazione del sistema produttivo italiano

L'economia italiana ha mostrato nel biennio 2006-07 un miglioramento nell'andamento della sua produzione rispetto agli anni precedenti, registrando una crescita del Pil in media dell'1,6%.

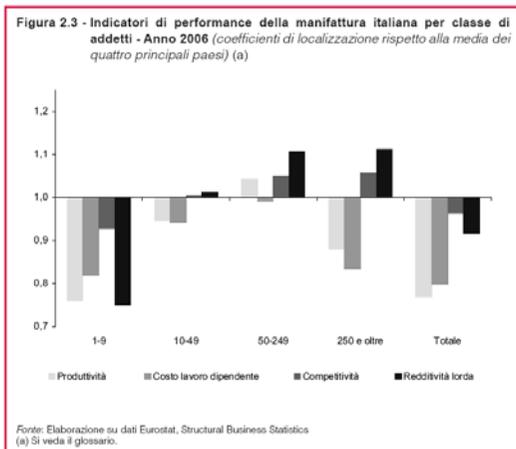
Il sistema produttivo ha dunque mostrato segnali positivi (anche se più contenuti rispetto alla media europea) fino al 2007, sia in termini di produttività del lavoro che di valore aggiunto e questo nonostante le sue caratteristiche strutturali, che lo rendono per certi versi peculiare rispetto alle altre economie europee.

Innanzitutto il settore manifatturiero italiano è caratterizzato da un'elevata specializzazione in settori a basso contenuto tecnologico; mentre negli altri paesi, sia a seguito dello sviluppo delle nuove tecnologie che alla necessità di fronteggiare una concorrenza sempre più intensa, si è assistito a un progressivo aumento del peso dei settori *high tech* (aerospazio, farmaceutica, elettronica), la maggior parte della produzione italiana continua a essere concentrata in settori quali tessile -abbigliamento, calzature, industria del mobile, ecc. (i cosiddetti settori del *Made in Italy*).

Questo aspetto risulta ancora più rilevante se valutato in relazione all'aumento della competizione sui mercati: le imprese italiane sono maggiormente esposte alle pressioni competitive dal momento che è proprio nei settori a basso contenuto tecnologico che si scatena la concorrenza dei paesi a basso costo.

Principali indicatori distinti per dimensione di impresa 2006 (Valori % salvo diversa specificazione)				
	Italia	Francia	Germania	Regno Unito
<i>Imprese</i>				
Micro e piccola	99,4	98,8	97,2	97,9
di cui: Micro	94,6	92,3	83,1	87,5
di cui: Piccola	4,8	6,5	14,1	10,5
Media	0,5	1,0	2,3	1,7
Grande	0,1	0,2	0,5	0,4
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Persone occupate</i>				
Micro e piccola	68,5	45,5	41,2	39,5
di cui: Micro	46,9	24,7	19,3	21,5
di cui: Piccola	21,6	20,8	21,8	17,9
Media	12,5	16,2	19,3	15,4
Grande	19,0	38,3	39,5	45,2
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Valore aggiunto</i>				
Micro e piccola	55,7	39,6	34,4	34,0
di cui: Micro	32,7	21,0	16,1	18,5
di cui: Piccola	23,0	18,7	18,3	15,5
Media	16,1	15,6	19,3	16,6
Grande	28,3	44,8	46,3	49,3
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Produttività del lavoro (Valore aggiunto in migliaia di Euro per addetto)</i>				
Micro e piccola	33,8	47,2	43,2	52,1
di cui: Micro	29,0	46,0	43,0	52,0
di cui: Piccola	44,2	48,6	43,4	52,2
Media	53,6	52,2	51,4	65,6
Grande	61,7	63,4	60,6	66,1
Totale	41,6	54,2	51,7	60,5

Fonte: elaborazioni Centro Studi Ipi su dati Eurostat



In secondo luogo il sistema industriale del nostro paese è caratterizzato da una prevalenza di imprese di micro e piccola dimensione.

Sebbene molti dei sistemi produttivi europei presentino anch'essi un'elevata frequenza di imprese di piccole dimensioni, il caso dell'Italia è uno tra i più eclatanti.

Osservando i dati del 2006 emerge che in Italia oltre il 94% delle imprese rientra nella categoria "micro", mentre la grande dimensione non supera lo 0,1%.

Anche in termini di occupazione le micro imprese registrano i valori più elevati, assorbendo quasi il 50% dei lavoratori. Paesi come Germania e Regno Unito mostrano invece percentuali più basse (19,3% e 21,5% rispettivamente).

Il dato del valore aggiunto conferma il peso delle imprese di minori dimensioni: in Italia più del 55% del valore aggiunto è prodotto da imprese di micro e piccola dimensione, mentre negli altri paesi è la grande impresa a registrare i livelli più alti.

Se si approfondisce l'analisi entrando nel merito del comparto manifatturiero, si osserva che alcuni dei principali indicatori di *performance* e produttività, come ad esempio il fatturato e il valore aggiunto per addetto, sono fortemente correlati alla dimensione aziendale.

Infatti, osservando i dati disaggregati per classe di addetti, si nota che i risultati peggiori sono conseguiti dalle imprese appartenenti alla classe 1-9 addetti e che la situazione migliora all'aumentare delle dimensioni.

Spicca il dato delle imprese della classe media (50-249 addetti), che registrano performance migliori anche rispetto alla classe di addetti superiore (Istat,2008).

Questo dato è in linea con quanto emerso da uno studio dell'Istituto per la promozione industriale², che segnala il progressivo sviluppo di un gruppo di imprese appartenenti alla classe media, le quali realizzano *performance* produttive e reddituali superiori al complesso del tessuto produttivo. Generalmente queste imprese fanno parte di una realtà distrettuale, occupando ruoli di leader, e hanno progressivamente guadagnato quote di mercato grazie anche ad acquisizioni internazionali.

A un'analoga conclusione giunge lo studio della Banca di Italia³ che rileva che nel sistema produttivo italiano è in atto un processo di "ristrutturazione", in risposta ai principali cambiamenti che hanno interessato il contesto internazionale (cfr. par 1.1).

Questa tendenza sarebbe confermata dai dati relativi alla demografia di impresa (che segnano un 'accelerazione delle cessazioni) e alla dimensione, dal momento che si osserva un lieve

²IPI, "Le PMI e il sistema produttivo italiano e i più recenti dati congiunturali", 2009

³Relazione annuale della Banca d'Italia, 2007

aumento della dimensione aziendale media. La ristrutturazione, dunque, prevederebbe l'uscita delle imprese meno efficienti e una riallocazione delle risorse in favore di quelle migliori.

Nell'attuale contesto competitivo, infatti, le imprese che hanno successo sono quelle che puntano sulle attività non strettamente produttive (come ad esempio la creazione di un marchio e l'assistenza post vendita), riuscendo così a non condurre una battaglia solamente sul prezzo (che vedrebbe molte di loro in difficoltà nei confronti dei paesi emergenti), ma di ottenere un *premium price* per un prodotto differenziato.

Inoltre un'indagine Istat segnala la diffusione di una tendenza alla internazionalizzazione, soprattutto tra le imprese manifatturiere (20,1%) e con meno di 250 addetti (48,1%).

Il trasferimento all'estero riguarda soprattutto l'attività produttiva principale, oppure la sostituzione di un subfornitore locale con uno estero.

Sia le scelte strategiche innovative che la scelta di internazionalizzarsi sono però attività che richiedono un'adeguata dimensione a causa degli elevati costi che queste operazioni comportano; ad esempio la scelta di servirsi di un subfornitore estero richiede costi di ricerca del fornitore, definizione del rapporto di collaborazione, attività di monitoraggio, ecc., tutte spese sostenibili solo dalle aziende più grandi e produttive.

Allo stesso modo, il minor livello di attività innovativa nel nostro paese, strettamente collegato alla spesa in ricerca e sviluppo, è condizionato dalla dimensione aziendale: a parità di composizione settoriale, le piccole imprese italiane registrano valori inferiori di spesa in R&S a causa degli elevati costi fissi che l'attività di innovazione comporta. Nel 2006 la spesa complessiva ammontava a circa 1,4% PIL, di cui oltre il 77% veniva sostenuta da imprese di grandi dimensioni, mentre per le imprese con meno di 50 addetti il valore si aggirava intorno al 7,3%⁴.

Lo scoppio della crisi ha reso più stringenti questi problemi strutturali del sistema produttivo (specializzazione produttiva e dimensione ridotta), in quanto gli effetti della recessione in atto appaiono più violenti per le imprese meno strutturate, che a causa della loro piccola dimensione (e quindi dell'impossibilità di fare innovazione e penetrare nei mercati esteri) sono di fatto più vulnerabili (Banca di Italia 2008).

Infine, il sistema produttivo italiano si caratterizza per un'elevata presenza dei distretti industriali. Questo nutrito gruppo di realtà locali, formate per lo più da imprese di piccola e media dimensione, ha mostrato nel tempo risultati in termini di *performance* migliori rispetto alle realtà non distrettuali, tanto da delineare il cosiddetto "effetto distretto".

⁴ Fonte: elaborazioni centro studi Ipi su dati Istat.

Ed è proprio l'effetto distretto al centro dell'attuale dibattito, dal momento che secondo alcuni (Foresti, Guelpa, Trenti, 2009) questo effetto sembra essersi ridotto a seguito dei mutamenti che anche le imprese distrettuali hanno dovuto mettere in atto per far fronte al nuovo contesto competitivo.

Nell'ambito delle realtà locali, verrà approfondita ora l'analisi del settore metalmeccanico modenese.

1.3 L'industria meccanica modenese

Nel 2005 il settore era formato da 3.815 imprese e occupava 56.511 addetti⁵, mentre alla fine del 2008 registrava 4.075 imprese, numero in aumento del 2,2% rispetto all'anno precedente⁶.

Il settore si articola in imprese, soprattutto di medio - grande dimensione, che realizzano prodotti finiti, lavorando quindi in conto proprio, e in imprese - la maggioranza - che ricoprono ruoli di subfornitura, ossia producono componenti o prodotti finiti o eseguono lavorazioni per conto di terzi. Questa tipologia di impresa è diffusa soprattutto tra le aziende di dimensioni minori.

La presenza di questa struttura di tipo "orizzontale", diretta conseguenza del processo di divisione del lavoro, rende l'intero tessuto produttivo estremamente flessibile e può essere fatta risalire agli anni sessanta: in quel periodo furono molti gli ex tecnici e gli ex operai che, decisi a mettersi in proprio, fondarono aziende specializzate nelle attività in cui avevano acquisito esperienza.

Spesso sostenuti finanziariamente dall'ex proprietario, diventavano loro collaboratori contribuendo così al decentramento della produzione.

A partire dagli anni '70, però, la specializzazione produttiva diventò quasi una scelta obbligata a causa dei cambiamenti dei mercati, che resero di fatto necessaria per la sopravvivenza di molte imprese una maggior specializzazione produttiva, non certo ottenibile da un'impresa completamente integrata⁷.

L'industria meccanica modenese presenta una molteplicità di specializzazioni produttive: il settore principale per numero di occupati è quello delle macchine, impianti e apparecchi

⁵ Russo, *Concorrenza, cooperazione e innovazione nel sistema di imprese metal meccaniche della provincia di Modena*

⁶ Centro Studi e Statistica Camera di Commercio di Modena

⁷ Russo, *"L'industria meccanica in Italia"*, 2007

meccanici destinati a diversi comparti manifatturieri (53,6%), seguito da quello delle macchine agricole/movimento terra (16,2%) e dei mezzi di trasporto/automotive (12,2%).

Esiste infine una categoria residuale, rappresentata dalla voce altri settori (17,5%), che raggruppa altri comparti tra cui quello degli elettrodomestici e dei prodotti in metallo per l'edilizia.

Dall'analisi della composizione del fatturato emerge che, in termini di valore della produzione, il peso più elevato è assunto dai settori dei mezzi di trasporto/automotive e macchine agricole/movimento terra.

Imprese conto proprio e conto terzi seguono in genere diverse strategie: le prime si specializzano in base al settore di destinazione (ad esempio realizzando macchinari solo per un determinato comparto) e offrono una vasta gamma di prodotti; le seconde mirano invece alla differenziazione, lavorando contemporaneamente per diversi settori e comparti produttivi e servono quindi clienti appartenenti a settori diversi.

La produzione delle imprese conto proprio è composta prevalentemente da prodotti finiti e realizzata in piccole serie e pezzi unici. Discorso analogo, anche se in proporzioni maggiori, può essere fatto per le imprese conto terzi, che si specializzano però in componenti o parti di prodotto alla quale si aggiunge una piccola quota di prodotti finiti.

Per quanto concerne l'assetto proprietario, nell'industria meccanica modenese sono presenti sia gruppi formali (che in genere sono costituiti da imprese conto proprio di maggiori dimensioni che hanno relazioni con imprese estere) che gruppi informali, questi ultimi soprattutto tra le imprese conto terzi: si tratta per lo più di gruppi più numerosi anche se meno internazionalizzati.

I dati che emergono dall'analisi della dinamica delle esportazioni segnalano una elevata competitività delle imprese locali sui mercati esteri: dal 2004, infatti, i tassi di crescita del valore delle esportazioni sono sempre stati superiori a quelli medi dell'industria meccanica italiana.

I principali mercati su cui le aziende modenesi operano sono quello Europeo (59,9%), seguito da quello Americano (20,4%) e dai paesi dell'area asiatica (14%).

La crescita più consistente delle esportazioni si è avuta verso i paesi Extra-Ue, come la Russia, la Cina e l'America settentrionale.

Tra i principali prodotti esportati troviamo le macchine e gli apparecchi meccanici, seguite dai mezzi di trasporto.

La maggior parte delle esportazioni è realizzata da imprese conto proprio, anche se si tratta di una situazione non omogenea, fortemente condizionata dal settore di appartenenza (maggiore

per il settore del trasporto e delle macchine agricole) e dalla dimensione di impresa (a imprese di maggiori dimensioni corrispondono incidenze maggiori dell'export sulle vendite).

Inoltre, solo il 23,5% delle aziende conto proprio indica l'estero come mercato prevalente; per la restante parte il mercato interno rimane lo sbocco principale.

Le imprese conto terzi confermano, invece, la loro vocazione locale, realizzando sul mercato regionale il 68,2% del totale.

Mentre l'industria meccanica modenese è molto proiettata all'estero per quanto riguarda l'aspetto commerciale, più limitato appare il processo di internazionalizzazione produttiva. L'area di decentramento principale delle nostre imprese, infatti, rimane l'Emilia Romagna, ad eccezione delle aziende più grandi, le quali decentrano in altre regioni italiane e all'estero.

Il settore per il quale si ricorre in misura maggiore alla delocalizzazione produttiva è quello delle macchine agricole, a causa della dimensione medio - lunga della serie di produzione. Viceversa, il settore macchine, apparecchi meccanici è quello che decentra di più in Emilia Romagna data la serie di produzione molto più corta.

Nel complesso l'industria meccanica modenese è soggetta a una pressione competitiva medio-alta, e sono le imprese conto terzi a registrare i livelli mediamente più elevati. Tuttavia si registrano notevoli differenze nei livelli di pressione competitiva da impresa a impresa.

Questo non è dovuto solamente ai diversi mercati di destinazione - le imprese che operano sui mercati di nicchia sono indubbiamente sottoposte a una minor pressione competitiva - ma al diverso grado di specializzazione realizzato da ciascuna impresa all'interno dello stesso comparto: le imprese che si orientano ad una strategia di realizzazione di prodotti con un maggior grado di complessità/innovazione, personalizzazione, produzione limitata o pezzi unici sono indubbiamente meno esposte alle pressioni competitive.

Nel loro lavoro, Russo e Withford⁸ individuano alcune tendenze in atto in questo settore, tra cui quella di una ristrutturazione organizzativa e produttiva per far fronte al nuovo contesto competitivo. La strategia di vendere a clienti presenti in diversi settori, nonché la scelta di produrre in piccole serie e pezzi unici, rifletterebbe la risposta di queste imprese alla crescente competizione sui mercati, ossia quella di specializzarsi in particolari nicchie, per offrire ai clienti prodotti unici.

Seguendo questa linea, le imprese starebbero passando sempre più da una struttura "orizzontale" ad una "verticale", in cui il ruolo più importante è giocato da cosiddette imprese leader, specializzate nel tenere i contatti con i clienti finali e soprattutto in possesso della struttura organizzativa necessaria per organizzare l'intera catena del valore.

⁸ Russo e Whitford, "Industrial districts in a globalizing world: A model to change or a model of change?", 2009

Inoltre sembra che ci si stia dirigendo sempre più verso una maggior formalizzazione nei rapporti tra le imprese del distretto tramite la formazione di “gruppi”, che consentono alle imprese che ne fanno parte di combinare la flessibilità tipica della struttura distrettuale con la necessità di ottenere le dimensioni necessarie per lo svolgimento di alcune funzioni che vengono in tal modo condivise.

Ciò che emerge dai questionari somministrati alle imprese è una situazione tutt’altro che statica: investimenti in innovazione e internazionalizzazione sono tra le principali strategie seguite per far fronte al nuovo contesto competitivo.

In particolare, un ruolo importante è giocato dalle imprese di subfornitura, ciascuna specializzata in una specifica fase di lavorazione, e attive su diversi settori di destinazione.

Tali imprese hanno puntato soprattutto in due direzioni: innanzitutto sul miglioramento del servizio e l’offerta di un prodotto sempre più completo. Tale strategia ha inoltre prodotto delle esternalità positive a livello di sistema, poiché ha reso necessario decentrare ad altre aziende terze quelle lavorazioni necessarie per completare il ciclo produttivo, stimolando ulteriormente le relazioni di scambio e interdipendenza.

Inoltre, al fine di offrire al cliente un prodotto il più possibile personalizzato e di qualità, per il quale egli sia disposto a pagare un *premium price*, le imprese hanno puntato in modo più intenso sulla una produzione per piccole serie e pezzi unici.

In conclusione, pare dunque che le imprese di questo settore stiano cercando di rispondere in modo attivo alle nuove sfide poste dalla globalizzazione e, in particolare, dalla concorrenza dei paesi a basso costo.

L’aspetto che risulta interessante a questo punto è verificare se effettivamente le strategie seguite dalle aziende del settore abbiano o meno un qualche sui risultati economico-finanziari. Detto in altri termini, si vuole verificare se anche a livello di *performance* si possa affermare che tali imprese godono di un “buono stato di salute”.

Nei capitoli successivi verrà dunque affrontata l’analisi empirica, svolta sui bilanci di un campione di aziende del settore metalmeccanico modenese.

2 IL CAMPIONE DI IMPRESE E LE SCELTE METODOLOGICHE

Premessa

Una volta descritto il contesto macroeconomico in cui le imprese del settore metalmeccanico si trovano in questo momento, e la situazione di tale industria nella provincia di Modena così come emerge dalle interviste agli imprenditori, verrà ora affrontata la parte relativa all’indagine empirica.

Come già anticipato, quest’analisi nasce dall’esigenza di completare lo studio sul settore metalmeccanico della provincia di Modena, aggiungendo alle informazioni raccolte qualitative una componente quantitativa.

L’obiettivo che ci si pone, perciò, è quello di analizzare i dati di bilancio ed evidenziare gli aspetti più importanti: capire cioè se tali imprese siano più o meno capitalizzate, quanto e come ricorrono all’indebitamento, che tipo di investimenti effettuano (in circolante o in attività immobilizzate), se impiegano il capitale in modo efficiente, quanto sono gravate da oneri finanziari e imposte, ecc.

Una volta compiuta questa analisi, si cercherà di capire se c’è un riscontro a livello di *performance* con le opinioni degli imprenditori, e cioè si tenterà di valutare se davvero queste aziende stanno riuscendo a far fronte alle nuove pressioni competitive (attraverso investimenti in innovazione e internazionalizzazione), o se invece il nuovo contesto incide sulla *performance*, annullando, di fatto, quei vantaggi in termini di relazioni di interdipendenza e di scambio che sono tipici dei sistemi di imprese localizzati in un determinato territorio.

Il presente capitolo ha essenzialmente lo scopo di descrivere il campione su cui l’analisi è stata svolta (par. 3.1), e affrontare i principali problemi metodologici emersi in sede di elaborazione dei bilanci, che hanno reso necessario scomporre l’analisi in due parti: una di tipo aggregato più generale e una più approfondita su un limitato gruppo di imprese.

L’analisi dei risultati viene rimandata ai capitoli successivi.

2.1 Il campione di imprese

L'analisi è condotta sui bilanci di esercizio di un gruppo di imprese metalmeccaniche della provincia di Modena nel periodo 2005-2007.

La scelta di escludere dall'analisi, in prima istanza, il 2008 risponde a una duplice esigenza: da un lato si è ritenuto più opportuno escludere dal calcolo dei valori medi di settore dati che probabilmente risentivano già dei primi effetti della crisi, con il rischio di portare a risultati poco significativi; si è preferito dunque tenerli distinti, così da poterli confrontare con il dato medio del triennio precedente e trarre alcune conclusioni circa i primi effetti della crisi sui bilanci aziendali di questo settore.

In secondo luogo, poiché le società che presentavano la serie storica completa dei bilanci anche nel 2008 erano un numero abbastanza limitato, scegliere di ricomprende tale anno nell'analisi avrebbe comportato una riduzione del campione abbastanza importante.

Alla luce di queste motivazioni, pertanto, è stato inserito in appendice un confronto tra i dati medi del triennio oggetto d'analisi e quelli del 2008, se non altro per tener conto delle conseguenze della crisi che ha cominciato a incidere sui risultati contabili già da quell'anno.

Il gruppo di imprese da cui si è partiti riguarda le 257 società di capitali delle 404 imprese che compongono il campione complessivo di Metalnet, considerato rappresentativo del settore metalmeccanico modenese⁹. L'universo a cui è stato riportato il dato campionario è costituito, infatti, dalle imprese metalmeccaniche con sede nella provincia di Modena, che risultavano attive al 31/12/2005.

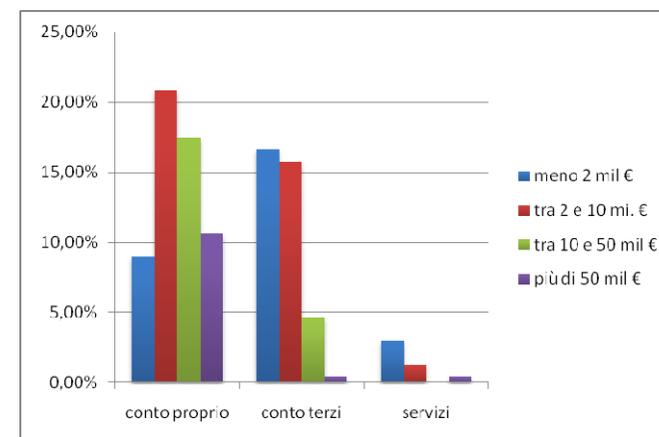
Tabella 2.1 - Caratteristiche dimensionali del campione per tipo di attività svolta

	Conto proprio	Conto terzi	Servizi	Totale
Num. imprese	136	88	11	235
Num. medio addetti	124,82	39,03	40,36	88,74
Fatturato medio MI €	42.489,32	7.026,31	23.083,49	28.301,20

Fonte: Elaborazioni bilanci aziendali e dati Metalnet.

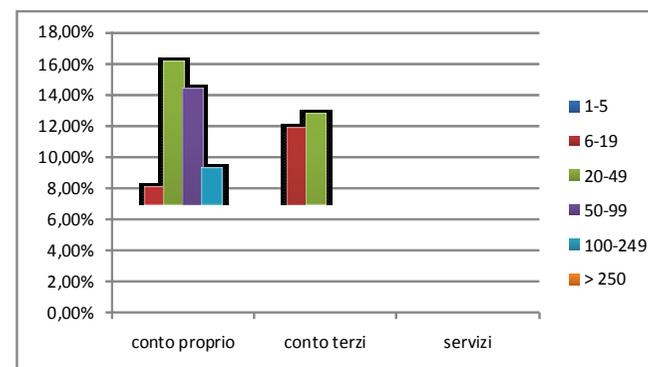
⁹ In merito alla identificazione e significatività del campione cfr. Russo, "Concorrenza, cooperazione e innovazione nel sistema di imprese metalmeccaniche della provincia di Modena"(2009)

Figura 2.1- Imprese conto proprio, conto terzi e servizi per classi di fatturato.



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 2.2 - Imprese conto proprio, conto terzi e servizi per classi di addetti



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

A una prima analisi dei dati di bilancio è emerso, tuttavia, che per alcune di queste imprese non erano presenti le serie storiche complete per il triennio considerato, ma solo i bilanci di uno o due esercizi.

Si è scelto, pertanto, di eliminare dal campione le società che non mostravano la serie completa dei bilanci nel triennio 2005-2007.

Sulla base di questo criterio di selezione, il campione si è ridotto a 235 società¹⁰.

Al suo interno il campione mostra una prevalenza di imprese che operano in conto proprio (Tabella 2.1); si tratta di imprese che mediamente occupano un maggior numero di addetti e raggiungono quote di fatturato più elevate (figura 2.1 e 2.2).

Come precedentemente illustrato, le imprese conto proprio si caratterizzano per il fatto di produrre componenti o prodotti finiti di cui detengono la proprietà industriale; le imprese conto terzi, invece, realizzano lavorazioni, componenti e prodotti finiti però per conto di altre imprese.

Infine, le imprese di servizi effettuano attività di installazione e manutenzione degli impianti per altre imprese.

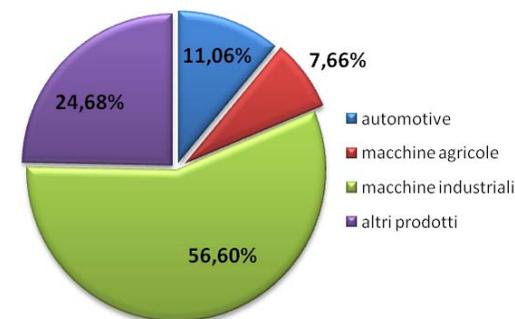
Nel campione oggetto di indagine, si osserva che le imprese di grandi dimensioni (più di 50 milioni di fatturato e più di 250 addetti) operano nella quasi totalità dei casi in conto proprio.

Nelle imprese conto terzi le classi più numerose sono quelle tra i 6 e i 50 addetti e con meno di 10 milioni di fatturato.

Le imprese di servizi sono prevalentemente imprese di piccole dimensioni, con l'eccezione di alcune che presentano dimensioni medio-grandi.

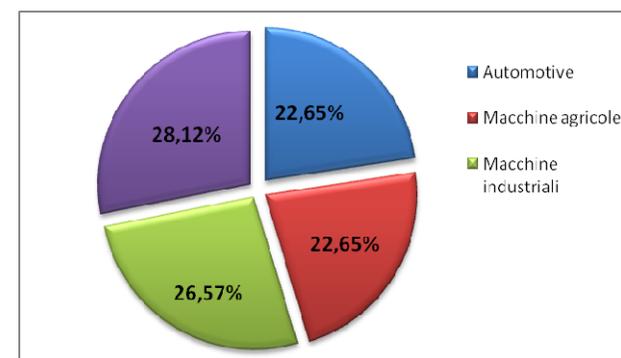
Le imprese del settore metalmeccanico modenese, inoltre, possono essere distinte anche per specializzazione produttiva. Le imprese che lavorano in conto proprio e conto terzi seguono strategie di specializzazione molto diverse: le prime si diversificano per settore e comparto (quindi ad esempio producono macchine per l'industria ceramica); quelle che operano in conto terzi, invece, lavorando contemporaneamente per diversi settori e comparti produttivi, sono in grado di contribuire alla diffusione di processi di innovazione, trasferendo le innovazioni da un comparto/prodotto all'altro.

Figura 2.3 - Imprese per specializzazione produttiva in % del totale



Fonte: nostra elaborazione su dati Metalnet

Figura 2.4 - Addetti per specializzazione produttiva in % del totale



Fonte: nostra elaborazione su dati Metalnet

¹⁰ Tale numero è stato ritenuto comunque ancora accettabile e significativo ai fini dell'analisi.

Si possono distinguere quattro comparti principali: *Trasporto-Automotive*, *macchine agricole*, *macchine e impianti per l'industria* e, infine, una categoria residuale denominata “*altri prodotti*”, che comprende al suo interno gli elettrodomestici e i prodotti in metallo per l'edilizia.

Come si vede dalle figure 2.3 e 2.4, all'interno del campione oggetto di analisi la maggior parte delle imprese appartiene al settore delle *macchine e impianti per l'industria* (56,60% delle imprese e 43,87% dell'occupazione), mentre il settore macchine agricole raccoglie il minor numero di imprese (7,66% del totale).

La metà delle imprese del comparto *Trasporto automotive* lavora in conto proprio (50%), mentre l'altra metà si divide in imprese conto terzi per il 46,15% e di servizi per il 3,85%.

A livello dimensionale, la maggior parte delle imprese è nella classe 20-49 e poi 50-99 (in totale raggiungono circa il 65%), a segnale del fatto che si tratta di un settore formato per lo più da imprese di piccola-media dimensione. Le microimprese (meno di 20 addetti) sono circa il 15% e quelle con più di 100 circa il 20%.

Il comparto *Macchine agricole* è equamente diviso tra conto proprio e conto terzi, mentre a livello dimensionale il 50% delle imprese ha tra i 50 e 249 addetti.

Circa il 34% ha meno di 50 addetti e quasi il 20% più di 250 (che raccoglie però da solo l'82,55% dell'occupazione del settore).

Le imprese che operano nel settore *Macchine e impianti industriali* lavorano per lo più in conto proprio (58,65%), seguite dalle conto terzi (35,34%).

A livello dimensionale si tratta di imprese più piccole, poiché quasi il 60% delle imprese ha meno di 50 addetti; le imprese con più di 250 sono il 6,77%.

Il comparto *macchine e impianti per l'industria* è molto diversificato internamente: non solo le imprese si specializzano per comparti, ma addirittura si specializzano in particolari tipi di macchine dedicate a singole fasi del processo produttivo.

Le imprese conto proprio del settore *macchine, impianti per l'industria* tendono a decentrare in misura più elevata alle imprese di subfornitura locali. Per questo le imprese terzi e servizi lavorano in proporzione maggiore per questo aggregato.

Infine, nel comparto *Altri prodotti* sono sempre più frequenti le imprese in conto proprio (65,38%).

Tabella 2.2 - Imprese per comparto e per classe di addetti (valori in percentuale)

	1-5	6-19	20-49	50-99	100-249	250+	TOT
Trasporto auto motive	7,69	7,69	42,31	23,08	11,54	7,69	100,00
Macchine agricole	0,00	11,11	22,22	27,78	22,22	16,67	100,00
Macchine e impianti per industria	6,02	27,82	27,07	20,30	12,03	6,77	100,00
Altri prodotti	12,07	18,97	32,76	18,97	15,52	1,72	100,00

Fonte: nostra elaborazione su dati Metalnet

Tabella 2.3 - Imprese per comparto e per classe di addetti (valori in percentuale)

	C. proprio	C. Terzi	Servizi	TOT
Trasporto auto motive	50,00	46,15	3,85	100,00
Macchine agricole	50,00	50,00	0,00	100,00
Macchine e impianti per industria	58,65	35,34	6,02	100,00
Altri prodotti	62,07	34,48	3,45	100,00

Fonte: nostra elaborazione su dati Metalnet

2.2 I problemi di approccio all'analisi di bilancio

Compilare un'analisi della gestione aziendale attraverso il bilancio significa ricavare da questo documento (composto da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa) informazioni utili al fine di formulare un giudizio su vari aspetti dell'andamento della gestione: redditività, indebitamento, composizione dell'attivo e del passivo patrimoniale, ecc.

Tuttavia il bilancio di esercizio, così come viene depositato, non è adatto per un'analisi della gestione, poiché risponde ad altre finalità conoscitive: esso infatti ha lo scopo di informare tutti gli *stakeholder* del risultato economico conseguito dall'impresa nel corso dell'esercizio e della situazione patrimoniale e finanziaria. I criteri di redazione (come l'ordine e la classificazione delle voci che lo compongono) sono, pertanto, finalizzati a questi obiettivi.

Una volta disponibili i bilanci delle varie imprese, per compiere l'analisi, è stato, dunque, necessario effettuare un'operazione di riclassificazione, ossia predisporli in modo da

avere uno schema funzionale alla comprensione e interpretazione degli aspetti fondamentali della gestione medesima. La riclassificazione delle voci permette, infatti, di compiere dei confronti tra valori economici e patrimoniali che agevolano la lettura del bilancio.

Per il conto economico non si sono presentati particolari problemi. Questo è stato riclassificato a valore della produzione e valore aggiunto, in linea con la scelta che normalmente viene fatta per compiere analisi di questo tipo.

Tale schema permette di misurare il valore aggiunto, vale a dire la ricchezza creata dall'azienda al netto dei fattori che sono stati necessari per produrla, ossia i costi sostenuti per acquistare da terzi i beni e i servizi.

Una seconda grandezza importante è il risultato operativo, che esprime l'efficienza dell'impresa nel trarre profitto dal suo *core business*; a tale aggregato vengono rapportati valori sia patrimoniali che economici al fine di ottenere ulteriori informazioni.

I problemi sono emersi, invece, in sede di riclassificazione dello stato patrimoniale, poiché la scelta di quale schema utilizzare ha dovuto tener conto delle informazioni disponibili, dato che nel campione la maggior parte delle imprese presenta il bilancio in forma abbreviata.

Come è noto, la facoltà di redigere il bilancio in forma più sintetica, regolata dal codice civile all'art. 2435-bis¹¹, prevede che siano esonerate dall'obbligo di redigere il bilancio in forma completa quelle società che per due anni consecutivi abbiano registrato un totale attivo dello stato patrimoniale inferiore a 3.125.000 euro; oppure ricavi delle vendite inferiori a 6.250.000 euro; oppure un numero di dipendenti occupati in media nel corso dell'anno inferiore a 50. Le imprese che hanno i requisiti, dunque, possono redigere un bilancio secondo uno schema di stato patrimoniale più sintetico e meno articolato (figura 2.5); il prospetto del conto economico rimane sostanzialmente invariato, salvo alcune voci che possono essere raggruppate.

Compiere un'analisi della struttura patrimoniale e finanziaria partendo da un bilancio in forma abbreviata pone non pochi problemi, dal momento che mancano alcune delle informazioni fondamentali per una corretta interpretazione dell'andamento della gestione: ad esempio, i crediti ricompresi nell'attivo circolante vengono riportati per il loro importo complessivo. Non disporre di una disaggregazione della voce crediti non consente di capire quali di questi siano commerciali e quali finanziari. Detto in altri termini, non è possibile stabilire quanta parte di questi crediti sia imputabile alla gestione caratteristica dell'impresa

¹¹ Il Decreto legislativo n. 173 del 3 novembre 2008 ha in parte modificato questo articolo, introducendo nuovi limiti oltre i quali è possibile redigere il bilancio in forma abbreviata. Tuttavia, tali limiti sono applicati a decorrere dai bilanci 2009.

(crediti commerciali) e quanta parte, invece, riguarda attività extra operative (crediti puramente finanziari).

Figura 2.5 - Schema di stato patrimoniale abbreviato

ATTIVO	PASSIVO
Tot. IMMOBILIZZAZIONI	Tot. PATRIMONIO NETTO
Materiali	Capitale Proprio
Immateriali	Utile (Perdita) di esercizio
Finanziarie	
Tot. ATTIVO CIRCOLANTE	Tot. FONDI RISCHI E ONERI
Rimanenze	
Crediti	TFR
Attività finanziarie	
Disponibilità liquide	Tot. DEBITI
Tot. IMPIEGHI	Tot. FONTI

A fronte di informazioni così sintetiche, l'unica analisi possibile è quella basata sul bilancio riclassificato con criterio finanziario, nel quale le voci sono aggregate in base alla scadenza temporale, mentre un'analisi basata sulla riclassificazione per area gestionale non è di fatto possibile.

Il *criterio finanziario*, infatti, prevede di classificare le attività dello stato patrimoniale in base alla loro liquidità, cioè sulla base del tempo necessario a che questi diventino disponibili in forma liquida, distinguendo tra attività a breve termine e capitale fisso. Le prime comprendono la cassa (la componente più liquida), i crediti (la cui liquidità risulta differita) e il magazzino. Le attività fisse si distinguono in materiali, immateriali e finanziarie.

Il passivo viene riclassificato sulla base della esigibilità delle poste, ossia il tempo necessario per estinguere quella determinata posizione e suddivide le fonti di finanziamento in capitale proprio e capitale di terzi; quest'ultimo viene poi scisso in passività a breve termine, cioè i debiti che debbono essere estinti in un arco di tempo inferiore o al massimo uguale ai 12 mesi, e in passività consolidate, ossia i debiti con scadenza oltre l'esercizio.

Il bilancio abbreviato, pur nella sua sinteticità consente di esporre i valori seguendo il criterio finanziario poiché il totale dei crediti e i debiti a breve viene comunque suddiviso nelle componenti a breve e a lungo termine.

Il *criterio funzionale* suddivide le voci di stato patrimoniale sulla base delle aree di gestione alle quali sono pertinenti (operativa, accessoria o finanziaria), indipendentemente dalla loro scadenza. Permette di distinguere, dunque, impieghi e fonti operative da impieghi e fonti extra operative. La gestione operativa può essere ulteriormente scissa in corrente e strutturale: le attività correnti riguardano tutte le voci di natura operativa che si rinnovano col susseguirsi dei cicli produttivi (acquisto trasformazione vendita); le attività strutturali (o non correnti) sono quegli investimenti in fattori produttivi di uso durevole e strumentali per lo svolgimento dell'attività caratteristica. Lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio gestionale ha una logica simile a quella che sta alla base della riclassificazione del conto economico, che posiziona le voci sulla base della gestione a cui appartengono.

Figura 2.6 - Stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario e funzionale

STATO PATRIMONIALE FINANZIARIO		STATO PATRIMONIALE FUNZIONALE	
ATTIVO	PASSIVO	ATTIVO	PASSIVO
Cassa e banche	Debiti a breve termine	Attività correnti	Passività correnti
Crediti commerciali Rimanenze	Debiti a medio lungo termine	Immobilizzi operativi netti	Debiti finanziari
Capitale fisso	Patrimonio netto	Attività monetarie	Patrimonio netto
		Attività accessorie	

Svolgere un'analisi di bilancio basandosi su uno stato patrimoniale riclassificato secondo criterio finanziario ha degli evidenti limiti conoscitivi.

1. A livello di struttura patrimoniale

L'analisi della struttura patrimoniale nei due schemi è diversa: con il criterio finanziario, dividendo le voci solo in base alla loro scadenza, non è possibile stabilire quali derivino da operazioni tipiche dell'impresa (ossia inerenti al suo *core business*), e quali invece possano essere catalogate come "accessorie" (ossia operazioni che l'impresa potrebbe abbandonare in ogni momento senza averne diretto svantaggio per le sue attività principali).

Di conseguenza, indicatori come il capitale circolante assumono significati molto diversi nelle due fattispecie: il circolante in senso finanziario, dato dalla differenza tra le

attività e passività a breve, fornisce solo un'indicazione dell'equilibrio finanziario dell'azienda, ossia evidenzia se l'impresa appare in grado o meno di far fronte alle proprie passività a breve tramite la monetizzazione di investimenti con scadenza entro l'esercizio.

Il capitale circolante netto operativo, ottenuto invece dalla differenza tra attività e passività correnti, esprime invece il fabbisogno generato dagli investimenti legati ai ripetitivi processi di acquisto, trasformazione e vendita. Esprime dunque la parte di attivo patrimoniale investita in attività operative correnti. Tale indicatore è strettamente legato alla durata del ciclo commerciale, e quindi alle politiche di pagamento dei fornitori e incasso da clienti, oltre che alla durata media del magazzino.

Un secondo ordine di problemi riguarda la struttura finanziaria dell'impresa: a parte l'informazione relativa alla loro scadenza, non si ha alcuna indicazione sulla natura dei debiti che compongono lo stato patrimoniale. In altre parole, non si è in grado di stabilire se si tratta di debiti di tipo funzionale o finanziario. I primi sono i debiti che l'impresa ha nei confronti dei fornitori sorti in virtù della sua attività di produzione; i debiti finanziari, invece, sono quei finanziamenti che sorgono in virtù di contratti che l'impresa stipula con vari soggetti (tipicamente le banche) e per i quali paga degli oneri finanziari espliciti (ad esempio gli interessi corrisposti sui conti correnti bancari, sui mutui, sulle obbligazioni ...). Pur facendo parte dell'attività aziendale, questi debiti non sono strettamente inerenti alla gestione operativa.

Non conoscere l'articolazione dei debiti per natura non permette nemmeno di avere un quadro esauriente della posizione debitoria netta dell'impresa, espressa dalla differenza fra i debiti finanziari e le disponibilità liquide; inoltre non è possibile nemmeno di avere una stima del costo del debito (*Return on debt*), dato dal rapporto $\frac{\text{oneri finanziari}}{\text{debiti finanziari}}$.

2. A livello di indicatori

I limiti informativi della riclassificazione con il criterio finanziario sono presenti, a evidenza a livello di indici di bilancio.

Innanzitutto il ritorno sugli investimenti, che rapporta il risultato operativo agli investimenti esprimendo quindi la redditività della gestione operativa, in caso di stato patrimoniale finanziario, può essere calcolato solo come rapporto tra risultato operativo e totale attivo, dal momento che non si è disponibile il valore del capitale investito netto operativo, dato dalla somma del capitale circolante netto operativo e le immobilizzazioni operative nette, cioè gli investimenti fissi impiegati nella gestione operativa. Per lo stesso

motivo, l'analisi dell'efficienza di utilizzo del capitale investito (ottenuta dal rapporto $\frac{\text{fatturato}}{\text{capitale investito}}$), si deve limitare al calcolo dell'efficienza del totale attivo investito.

Utilizzare il totale attivo al posto del capitale investito netto operativo comporta, nel calcolo del rendimento degli investimenti, che il denominatore ricomprenda al suo interno anche poste di natura extra-operativa (come ad esempio gli investimenti in titoli o in attività reali estranee al *core business*). Allo stesso modo l'indice di rendimento degli investimenti non può essere misurato al netto delle fonti di copertura di tipo funzionale (come i debiti verso fornitori), che riducono il valore del capitale investito netto.

In sintesi, dato un bilancio abbreviato, il rendimento degli investimenti si basa sul confronto tra un valore reddituale che esprime il risultato dell'area caratteristica (risultato operativo) e un valore degli investimenti che invece tiene conto di tutte le poste dell'attivo, indipendentemente dalla gestione per cui sono impiegate. E' chiaro dunque che le informazioni ricavabili da tali indicatori vanno prese con molta cautela.

Altri indici che risentono dell'assenza di informazioni circa il capitale investito netto operativo e della distinzione tra debiti operativi e debiti finanziari sono quelli che misurano il *leverage* e la composizione dei debiti. In particolare, dato un bilancio abbreviato, non è possibile calcolare il classico indice di leva $\frac{\text{capitale investito netto operativo}}{\text{patrimonio netto}}$, che deve essere sostituito dal rapporto $\frac{\text{debiti netti}}{\text{patrimonio netto}}$.

Inoltre, come anticipato, all'interno dei debiti non si è nemmeno in grado di capire quali siano strettamente commerciali. Ne deriva che non è possibile calcolare la durata media dei debiti, così come, del resto non è possibile avere indicazioni circa la durata media dei crediti commerciali. Tali indicatori forniscono indicazioni utili, perché stimano il tempo che intercorre tra il momento delle vendite (o acquisto) e dell'incasso da clienti (o pagamento ai fornitori) e quindi contribuiscono a spiegare la gran parte del fabbisogno di circolante commerciale.

Alla luce delle diverse informazioni ricavabili dai due differenti prospetti patrimoniali, è opportuno sottolineare due aspetti.

In primo luogo, in sede di confronto tra analisi empiriche è necessario avere sempre chiara consapevolezza dei dati che vengono utilizzati, per non rischiare di comparare indicatori ottenuti, in realtà, rapportando grandezze diverse. Spesso, invece, indici come ROA

e ROI (per i quali abbiamo visto che esistono delle differenze abbastanza rilevanti) vengono utilizzati in modo indistinto.

Questo non solo può produrre risultati distorti all'interno delle analisi stesse, ma non consente neppure un confronto tra grandezze omogenee.

In secondo luogo, dato che l'esposizione dei bilanci con criterio funzionale è impossibile per i bilanci abbreviati, ma è poco agevole anche sui bilanci non in forma abbreviata, bisogna prestare particolare attenzione a come le indagini empiriche vengono svolte. C'è infatti il rischio che alcune di queste, soprattutto se condotte da chi non ha particolare abitudine a lavorare sui bilanci a livello microeconomico, presentino risultati carenti e, in qualche caso, probabilmente distorti proprio a causa di una riclassificazione eccessivamente sintetica.

Per questi motivi, al fine di effettuare un'indagine il più corretta possibile con i dati a nostra disposizione, si è deciso di dividere il lavoro in due parti: la prima si concentra sull'analisi dello stato patrimoniale riclassificato con criterio finanziario (l'unico utilizzabile sull'intero campione). I risultati di tale indagine saranno analizzati nel capitolo 3.

Una seconda parte, invece, si focalizza su un sottoinsieme delle imprese, ossia quelle per le quali si è in possesso dei bilanci in forma completa. Per tali società, dunque, è stato possibile svolgere un'indagine più approfondita, seguendo il criterio di riclassificazione funzionale, e confrontare i risultati ottenuti con quanto emerso dall'analisi globale.

I risultati di questa analisi verranno analizzati nel capitolo 4.

3 ANALISI SUL CAMPIONE DI 211 IMPRESE

Premessa

Il presente capitolo ha lo scopo di descrivere i risultati emersi dall'analisi svolta sul campione completo.

In questa prima fase del lavoro si è provveduto a una riclassificazione dello stato patrimoniale seguendo il criterio finanziario, ossia classando gli investimenti e le fonti di finanziamento in base alla loro scadenza. Come detto nel capitolo precedente, questa è l'unica rappresentazione possibile dello stato patrimoniale quando una parte dei bilanci è in forma abbreviata. Da questa riclassificazione è possibile dedurre alcune prime indicazioni circa il peso relativo delle diverse tipologie di investimenti e di finanziamenti, nonché la correlazione tra le scadenze delle voci dell'attivo e del passivo e quindi la situazione in termini di equilibrio finanziario.

L'indagine è stata svolta prima in modo aggregato e poi articolata in base alla classe dimensionale, al tipo di impresa (conto proprio e conto terzi) e al comparto di appartenenza: in questo modo si è cercato di individuare eventuali specificità che contribuissero a fornire una fotografia esauriente del settore metalmeccanico nella provincia di Modena.

Nel primo paragrafo vengono descritte le scelte metodologiche che è stato necessario compiere e che hanno portato a un'ulteriore scrematura del campione. La struttura di investimenti e finanziamenti viene illustrata nel paragrafo 3.2. Nel paragrafo 3.3 viene analizzata la parte relativa ai principali indici di *performance*.

3.1 Scelte metodologiche

Al fine di ottenere un database il più possibile privo di distorsioni sono state fatte alcune scelte metodologiche, di seguito riportate.

In primo luogo sono state eliminate le società (in tutto 16) che presentavano un valore di patrimonio netto negativo. Tale valore, infatti, seppur corretto, poteva produrre distorsioni nel corso dell'analisi, soprattutto nella valutazione del ROE (o Return on equity o ancora Redditività del capitale netto): per alcune imprese, infatti, il *return on equity* (dato dal rapporto tra il risultato netto e il patrimonio netto) in presenza di una perdita di esercizio

sarebbe risultato positivo poiché ottenuto dal rapporto di valori entrambi negativi; in tal caso il suo contributo alla determinazione del ROE medio di settore non sarebbe stato corretto in termini di significato.

Un ulteriore problema ha riguardato i valori estremamente anomali rilevati per alcune società in uno o più dei principali indicatori di bilancio (ROE, rapporto di indebitamento, incidenza della fiscalità sulla *performance*). La scelta metodologica che in questo caso è stata fatta, dunque, è stata di eliminare le 8 società per le quali i valori si collocavano agli estremi della distribuzione.

Nonostante questa operazione, sono rimaste comunque alcune società i cui valori, per alcuni indicatori, sono abbastanza elevati rispetto alla media. La scelta di mantenerli nel campione deriva da alcune considerazioni. In primo luogo per ogni indicatore i valori “alti” non risultano del tutto isolati, ma spesso sono più di uno; per questo si è deciso di considerarli semplicemente come valori estremi. Inoltre, per tenere debitamente conto di tali valori, le analisi sono state svolte sia sul valore medio che sul valore mediano. In alcuni sono stati individuati e analizzati singolarmente.

L’analisi che segue è stata, pertanto, svolta solo su una parte del campione iniziale e riguarda 211 società.

Inoltre, la stessa scelta degli indicatori da utilizzare nell’analisi è stata influenzata dai dati che si avevano a disposizione: ad esempio, il fatto di misurare l’incidenza degli oneri finanziari come rapporto tra questi ultimi e il risultato operativo, invece che tramite l’indicatore $\frac{\text{Risultato operativo} - \text{oneri finanziari}}{\text{risultato operativo}}$ per molti versi più utile, risponde all’esigenza

di valutare l’effettivo significato del valore individuato, positivo o negativo che fosse.

In altri termini, usando l’ultimo indicatore citato, non sarebbe stato possibile capire se un valore positivo di tale indice dipendeva da oneri finanziari inferiori al risultato operativo o piuttosto fosse dovuto a un reddito caratteristico negativo, associato a oneri finanziari superiori al reddito stesso.

Infine, un’ulteriore considerazione riguarda quegli indicatori che presentano al denominatore il risultato operativo e il reddito ante imposte: incidenza degli oneri finanziari, incidenza dell’area extra operativa e incidenza fiscale.

Ai fini della determinazione di un’incidenza media è parso più utile prendere tali indicatori in valore assoluto, così che il valore medio non risentisse di eventuali dati negativi, dal momento che l’obiettivo è stimare l’incidenza di una voce di costo; poco importa se tale voce viene rapportata a una perdita.

Per ognuna delle società si è arrivati a determinare l’indicatore medio sul triennio, dopodiché, una volta ottenuto un database con tutti gli indicatori medi per ogni società, si è provveduto a calcolare la media delle medie. In questo modo è possibile determinare il contributo che ogni società fornisce al valore medio, nonché la loro dispersione attorno al valore centrale.

Al fine di far emergere un quadro di sintesi del settore si è scelto di usare come misure di tendenza la media e la mediana; come misure di dispersione la deviazione standard e lo scarto interquartile. Infatti la media risulta affidabile solo in caso di dati abbastanza omogenei; se la deviazione standard è infatti elevata a causa di valori elevati, osservare il dato mediano (non influenzata dai dati estremi) risulta la scelta migliore.

Una volta descritte le scelte di metodo, si affronta ora l’analisi della struttura patrimoniale, prima sul campione aggregato e poi suddividendo i risultati in relazione alla dimensione delle imprese, alla natura dell’attività e alla specializzazione produttiva.

L’osservazione dei valori di *performance* e redditività verrà invece affrontata nel paragrafo 4.3.

3.2 *La struttura degli investimenti e delle fonti di finanziamento*

Analizzare la struttura patrimoniale e finanziaria di un’impresa significa evidenziare come sono articolati gli investimenti e di quali fonti di finanziamento l’impresa si dota per far fronte agli investimenti.

Dagli stati patrimoniali del campione di riferimento emerge come un peso rilevante tra gli investimenti del settore meccanico sia assunto dalle attività a breve termine, poiché l’incidenza media di questa componente degli impieghi raggiunge il 75,66% (Tabella 3.1). La mediana è simile al valore medio (79,22%); da questo si deduce che la distribuzione è abbastanza simmetrica.

Tra queste attività, i crediti a breve termine sono il componente più importante (62,78%), seguiti dal valore delle scorte (25,44%) e solo in ultima istanza dalle voci più liquide, come la cassa. In prima approssimazione si può quindi affermare che il fabbisogno finanziario delle imprese è di breve periodo e fondamentalmente dovuto alla gestione del circolante.

Per quanto riguarda la struttura del passivo, e quindi le fonti di finanziamento che l’impresa decide di utilizzare, si osserva che il livello di capitalizzazione di queste aziende è piuttosto modesto. L’indebitamento complessivo ha, dunque, un peso molto rilevante (quasi il 75% del

totale delle fonti). Di questo indebitamento la voce più importante è quella del debito a breve termine, così come si evince dal rapporto debiti di breve periodo su totale attivo (60,15%) e, soprattutto, dal rapporto debiti con scadenza entro l'anno su totale debiti (pari all'80,55%).

Tabella 3.1 - Composizione dello stato patrimoniale (in % del totale attivo)

	Media	Dev. St.	Mediana	D.I.
Tot attivo a breve	75,66	16,20	79,22	22,02
<i>Crediti a breve (su attività correnti)</i>	62,78	16,49	62,45	22,97
<i>magazzino</i>	25,44	15,36	23,41	24,81
<i>liquidità</i>	7,67	10,19	3,40	22,02
Tot immobilizzi	24,29	16,21	20,77	22,02
Tot passività a breve	60,15	16,61	59,40	25,08
Tot passività a lungo	14,54	9,95	11,84	13,88
Patrimonio netto	25,31	16,82	21,70	25,41
Passivo breve/deb.tot	80,55	11,81	81,53	17,76

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

La scarsa capitalizzazione e il peso rilevante dei debiti (soprattutto a breve termine) definiscono un tipo di struttura finanziaria sostanzialmente in linea con quella che emerge da tutte le indagini sulle aziende italiane, caratterizzate da un uso massiccio del capitale di debito come forma di finanziamento per i propri investimenti. Un ricorso intenso all'indebitamento, tuttavia, pone le imprese in una situazione di fragilità finanziaria.

A tal proposito, è utile ricordare che l'impossibilità di distinguere i debiti finanziari dai debiti correnti (*in primis* quelli verso i fornitori), pone significativi limiti all'analisi della struttura finanziaria, poiché non consente di capire quanta parte del debito derivi da contratti di finanziamento e quanta, invece, sorga in virtù dell'attività dell'impresa.

Una situazione patrimoniale in cui i crediti a breve termine e le scorte di magazzino rappresentano voci importanti richiede che la struttura finanziaria sia in grado di assicurare un'ideale copertura a tali impieghi, al fine di operare in condizioni di equilibrio. Detto in altri termini, bisogna valutare se le aziende del campione appaiono in grado di far fronte alle proprie passività a breve tramite la monetizzazione di investimenti con scadenza entro l'esercizio.

Un primo indicatore che permette di cogliere, seppur in prima approssimazione, questo aspetto è il valore assunto dal capitale circolante netto in senso finanziario, dato dalla differenza tra le attività e le passività con scadenza entro l'anno (Tabella 3.2). Dal momento che tale indicatore assume valore positivo, esso può essere considerato sintomo di un equilibrio finanziario accettabile; infatti, le attività con scadenza entro l'anno risultano maggiori dei debiti di pari durata, e quindi appaiono in grado di farvi fronte interamente.

Tabella 3.2 - Equilibrio e struttura finanziaria (dati in % del totale attivo)

	Media	SD	Mediana
Capitale circolante finanziario	15,51	19,85	15,58
Margine di tesoreria	-3,83	21,66	-3,96
Margine di struttura	1,01	22,82	1,28

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

All'interno del campione sono presenti dati abbastanza "estremi", come si deduce osservando la differenza tra il valore mediano e quello medio.

Se si confronta il dato del capitale circolante finanziario con quello dell'investimento in attività durevoli, si osserva che l'investimento in capitale fisso è superiore a quello in circolante.

Tale condizione riflette la struttura patrimoniale tipica delle aziende industriali, caratterizzata dalla prevalenza di investimenti in immobilizzazioni rispetto al peso del circolante.

A questo punto è interessante chiedersi se questo equilibrio sia principalmente imputabile al magazzino o se sia invece sostenuto dalle altre voci più liquide dell'attivo a breve termine.

In particolare, il margine di tesoreria, che si ottiene facendo la differenza tra attività liquide e crediti a breve termine da un lato con il passivo a breve dall'altro, permette di valutare se le aziende siano o meno in grado di far fronte ai propri debiti in scadenza senza bisogno di liquidare il magazzino. Tale aggregato, nel nostro caso, assume mediamente valore negativo (-3,83%). Il valore medio del campione va però osservato con grande cautela, poiché appare fortemente influenzato da due valori elevati, quelli di Case New Holland e Maserati (rispettivamente con 3.576 e 584 addetti), che mostrano un margine di tesoreria estremamente negativo (-37,72% e -37,38% rispettivamente).

In conclusione, si osserva che per più della metà delle aziende, il principale contributo all'equilibrio finanziario di breve periodo è fornito dalla liquidabilità del magazzino.

Infine, risulta interessante valutare la capacità delle aziende del settore di finanziare i propri investimenti fissi tramite il patrimonio netto.

Il margine di struttura, dato dalla differenza tra patrimonio netto e capitale immobilizzato, risulta mediamente positivo (1,10%); dal momento che la mediana è pure positiva e pari a 1,28, si può supporre che la metà delle imprese riesca a far fronte ai propri investimenti immobilizzati tramite patrimonio netto; tuttavia quasi la metà di esse ottiene valori comunque negativi.

Occorre poi osservare che le aziende con margine di struttura negativo non necessariamente si trovano in una situazione di squilibrio; è infatti tutt'altro che raro che un'impresa non riesca a far fronte ai suoi investimenti fissi interamente con il capitale proprio e ricorra quindi ai capitali di terzi.

La situazione, dunque, che emerge da questa prima analisi è di un settore con un'incidenza del capitale fisso su totale attivo mediamente pari al 25% e un investimento in circolante pari al 15,51%. Tra le voci che compongono l'attivo a breve peso rilevante è assunto principalmente dai crediti, seguiti dal magazzino.

A livello di struttura finanziaria scarsa capitalizzazione e maggioranza di debiti a breve appaiono le caratteristiche più diffuse.

Si tratta di un settore che mediamente sembra dotato di un buon equilibrio finanziario di breve periodo, seppur sorretto per la maggior parte dei casi dal magazzino.

Infine, mentre quasi la metà delle imprese necessita di capitale di terzi per finanziare i propri investimenti fissi, circa il 50% ottiene margini di struttura positivi. Quest'ultima osservazione può apparire in qualche modo in contrasto con la scarsa capitalizzazione delle imprese; in realtà la presenza di margini di struttura positivi è spiegata più che dalla elevata dimensione dei mezzi propri, dal basso livello del capitale immobilizzato.

3.2.1 Analisi disaggregata per classe dimensionale

La struttura patrimoniale e finanziaria così come emersa dall'analisi aggregata, mostra in realtà alcune differenze se si scompone il campione per classe dimensionale.

Innanzitutto pare che la dimensione aziendale comporti un diverso peso dell'investimento in capitale fisso.

Osservando la tabella 3.3 si nota che sia in termini medi che mediani esiste una relazione diretta tra investimenti in immobilizzazioni e dimensione: le imprese con un minor numero di addetti, dunque, sono quelle per le quali tale investimento è inferiore.

Anche tra crediti a breve e dimensione esiste una relazione (così come avviene anche per il magazzino): osservando le figure 3.1 e 3.2 risulta chiaro che eccezion fatta per le micro imprese, con l'aumentare delle dimensioni aziendali l'incidenza dei crediti con scadenza entro l'esercizio in percentuale dell'attivo a breve si riduce, mentre assume maggior importanza il peso delle scorte.

Le imprese della classe 6-19 addetti sono quelle che presentano la maggior percentuale di crediti a breve in termini mediani. Diverso è invece il caso delle imprese con più di 250 addetti, il cui valore mediano è inferiore a quello di settore e la dispersione appare inferiore a tutte le altre.

Per le classi intermedie si osserva comunque una riduzione in termini mediani della componente crediti di breve periodo con l'aumento della dimensione.

Tra le imprese con più di 250 addetti, due mostrano dati abbastanza anomali: si tratta di Tetrapak e Maserati, per le quali la percentuale di crediti a breve su totale attivo raggiunge, rispettivamente 79,22% e 32,50%.

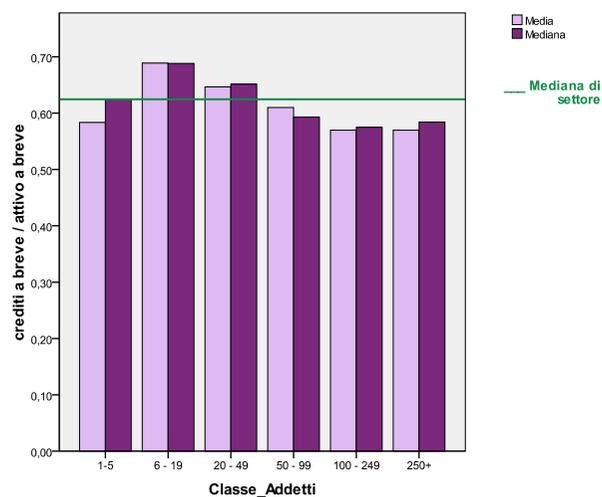
Una conferma del fatto che la dimensione abbia un qualche ruolo nel valore di alcune poste del bilancio deriva dall'analisi del livello di capitalizzazione aziendale (Tabella 3.4); si osserva infatti, che in termini mediani la percentuale di capitale proprio aumenta all'aumentare delle dimensioni aziendali, fatta eccezione per la classe con più di 250 addetti. Sia la media che la mediana di questa distribuzione, infatti, risultano inferiori ai rispettivi valori di settore (ossia 25,31% e 21,70%). Al di là delle differenze dovute alla diversa

Tabella 3.3 - Capitale fisso investito (in % del totale attivo) per classe dimensionale

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
1-5	19,46	20,18	13,33	16,30
6-19	22,09	17,26	16,71	24,78
20-49	25,24	16,27	21,73	21,62
50-99	25,74	16,12	19,96	19,51
102-49	23,66	14,02	22,05	18,34
250+	28,77	13,61	29,12	15,53

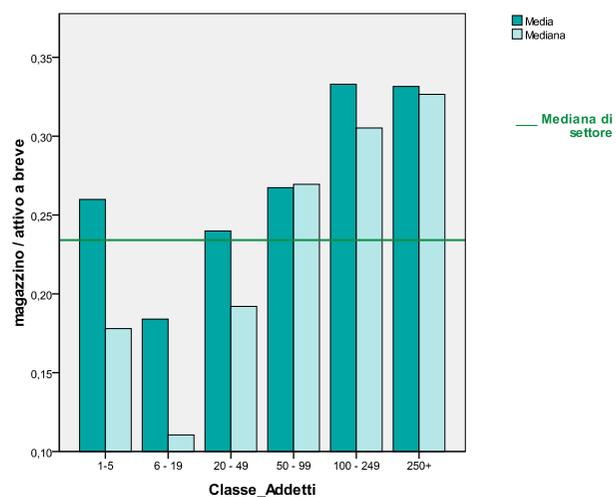
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 3.1- Crediti a breve in percentuale dell'attivo a breve per classe dimensionale



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 3.2- Magazzino in percentuale dell'attivo a breve per classe dimensionale



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.4 - Patrimonio netto (in % del totale passivo) per classe dimensionale

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq
1-5	26,02	20,84	14,93	32,95
6-19	22,31	18,18	17,07	28,30
20-49	25,56	17,25	20,81	25,48
50-99	26,26	17,09	27,19	24,65
102-49	29,62	13,84	29,94	21,63
250+	21,55	10,41	18,72	15,01

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

dimensione, pare confermata la tendenza a una bassa capitalizzazione. Non vi sono, infatti, classi dimensionali nelle quali media e mediana del valore del patrimonio netto superino il 30% delle fonti di finanziamento.

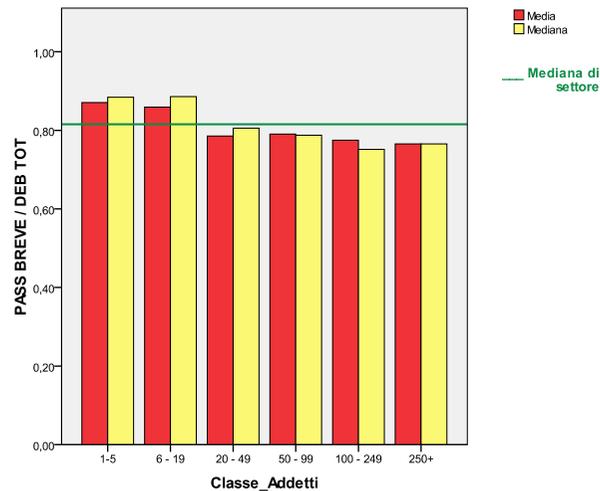
Accertata la netta prevalenza dei capitali di terzi rispetto ai mezzi propri, dall'analisi per classe dimensionale si evince che, proprio come osservato in sede di analisi aggregata, la principale forma di indebitamento rimane quella a breve termine. Tuttavia, osservando la figura 3.3, si nota che il dato mediano del rapporto debiti a breve termine su totale debiti tende a ridursi man mano che la dimensione aziendale aumenta: mentre per le micro imprese tale valore si aggira intorno all'87,05%, la classe con più di 250 addetti ha registra un valore mediano di 76,53%.

Pare quindi di potere affermare che le imprese di minori dimensioni presentano una più elevata incidenza dell'indebitamento a breve. Le aziende appartenenti alle classi più alte, pur confermando una prevalenza per tale forma di finanziamento, mostrano però percentuali più contenute; la maggioranza delle imprese si posiziona infatti su valori inferiori all'80%.

Se la relazione tra crediti, debiti e magazzino con la dimensione aziendale risultava abbastanza univoca, non può dirsi la stessa cosa per quanto riguarda il capitale circolante finanziario (figura 3.4).

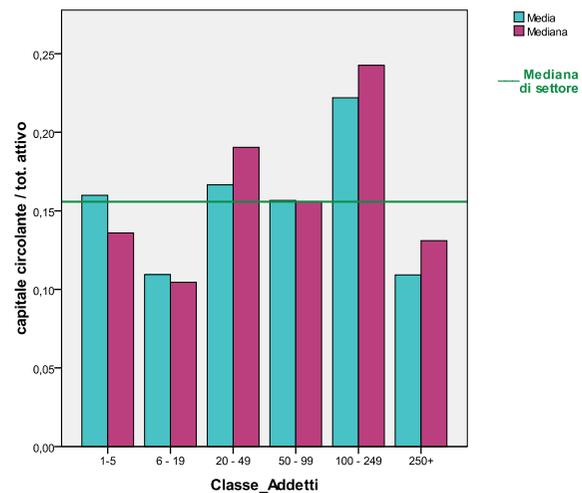
Il valore di tale indicatore, infatti, pare non essere direttamente collegato al variare della dimensione aziendale; quello che si osserva è comunque un valore mediano sempre positivo, da cui è possibile dedurre che, indipendentemente dal numero di addetti, si riscontra una situazione di tendenziale equilibrio.

Figura 3.3- Debiti a breve su totale debiti per classe dimensionale



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 3.4- Capitale circolante in percentuale del totale attivo per classe dimensionale



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.5 - Margine di tesoreria (in % del totale attivo) per classe dimensionale

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq
1-5	-7,01	32,57	-9,20	23,57
6-19	-3,51	22,09	0,21	33,18
20-49	-1,03	22,39	-0,11	29,98
50-99	-4,53	20,73	-7,64	33,13
102-49	-3,00	18,11	-6,22	24,02
250+	-12,70	15,02	-12,35	18,84

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Le classi estreme (1-5 addetti e più di 250 addetti), risentono di una frequenza più elevata di valori negativi.

Infine, il margine di tesoreria, così come si evince dalla tabella 3.5, rimane sostanzialmente invariato; esso assume, infatti, valori negativi in tutte le classi (almeno a livello mediano).

Se si ragiona in termini mediani, tale dato per le imprese dai 6 ai 49 addetti assume valore appena positivo; si suppone, perciò che la metà di queste imprese riesca a raggiungere condizioni di equilibrio accettabile anche senza la liquidazione del magazzino.

In conclusione, da quanto emerso osservando i dati in relazione alla dimensione aziendale, è possibile riscontrare alcune differenze tra le società che appartengono alle diverse classi di addetti.

Per quello che riguarda gli investimenti a breve termine, pur rimanendo sempre la componente maggioritaria dell'attivo, essi tendono a ridursi con l'aumentare delle dimensioni d'impresa. Di conseguenza, l'incidenza degli investimenti in capitale fisso è più elevata nelle classi con il maggior numero di addetti.

Anche le voci che compongono l'attivo a breve mostrano differenze; infatti, fatta eccezione per le imprese con meno di 5 addetti, all'aumentare delle dimensioni aziendali cresce la percentuale di crediti rispetto al magazzino (che è invece più consistente nelle imprese minori). La voce crediti rimane però maggioritaria in tutte le classi.

A livello di struttura finanziaria, le imprese meno capitalizzate sono quelle di minori dimensioni, che dunque tendono a finanziare la propria attività con una maggior percentuale di capitale di terzi, finanziamenti che in prevalenza sono a breve termine. Le imprese di maggiori dimensioni mostrano percentuali di debiti a breve inferiori rispetto a quelle delle aziende più piccole; tuttavia la componente a breve del debito rimane la voce principale in tutte le classi.

Il dato del capitale circolante non pare mostrare una relazione con la dimensione, ma si assesta su valori positivi in tutte le classi (segnalando dunque un livello di equilibrio finanziario accettabile), mentre il margine di tesoreria si conferma negativo e dunque indica che indipendentemente dalla dimensione, l'equilibrio di breve periodo dipende in buona parte al magazzino.

3.2.2 Analisi disaggregata per tipologia di impresa

Se si procede alla disaggregazione dei dati per tipologia di impresa, e si tenta di evidenziare eventuali differenze nella struttura patrimoniale e finanziaria a seconda dei diversi ruoli svolto dalle imprese all'interno della filiera produttiva, emergono alcuni aspetti.

Dall'analisi della quota di investimento in capitale fisso (Tabella 3.6), appare in modo piuttosto evidente che le imprese di servizi sono quelle per le quali l'investimento in tale attività risulta meno importante. La cosa non stupisce: il *core business* delle imprese di servizi riguarda principalmente l'offerta di servizi di installazione/manutenzione di macchine e impianti, nonché di assistenza tecnica post vendita.

Le imprese in conto terzi sono quelle che presentano la media (e mediana) più alta, nonché la maggior dispersione dei dati.

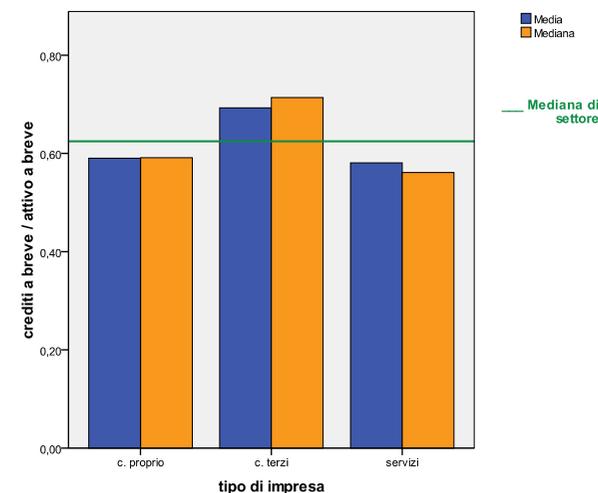
Tabella 3.6 - Capitale immobilizzato (in % del totale attivo) per tipologia di impresa

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Conto Proprio	22,52	15,31	19,97	22,16
Conto Terzi	28,52	17,18	25,59	24,87
Servizi	13,11	9,62	10,33	4,54

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Per quanto riguarda le voci che compongono l'attivo a breve, appare evidente come siano le imprese conto terzi quelle per le quali la percentuale di crediti è maggiore (sia in termini medi che mediani) e come, di conseguenza, sia inferiore la quota relativa al magazzino (Figura 3.5). Ciò potrebbe essere dovuto alla presenza di crediti commerciali con più lunga durata ma, come si è detto avendo a disposizione bilanci della quale buona parte sono in forma abbreviata, non è possibile individuare la consistenza dei crediti commerciali e quindi la loro durata media.

Figura 3.5- Crediti a breve in percentuale dell'attivo a breve per tipologia di impresa



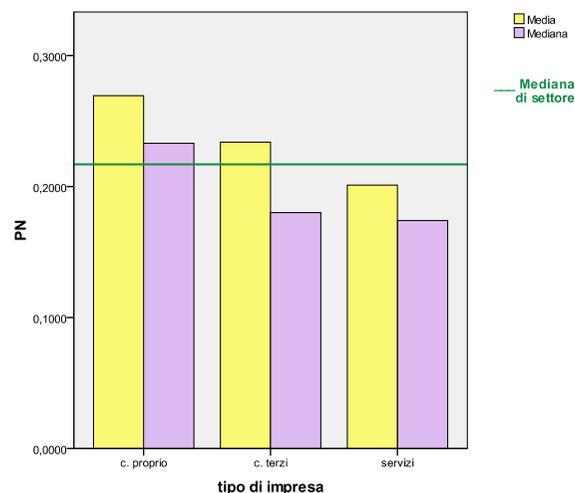
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Passando ad analizzare la struttura finanziaria, dal grafico che mostra l'incidenza del patrimonio netto sul totale passivo (Figura 3.6) risulta abbastanza evidente come le imprese meno capitalizzate siano quelle di servizi; il valore mediano risulta inferiore sia a quello medio di settore che a quello delle altre due tipologie di imprese. Il fenomeno è coerente con la bassa incidenza di investimenti di lungo periodo che caratterizza le imprese di servizi.

Le imprese conto terzi hanno un valore mediano più basso, mentre le imprese conto proprio paiono, in termini mediani, le più capitalizzate, con un valore dei mezzi propri che raggiunge quasi il 27%. Una possibile spiegazione potrebbe riguardare il fatto che si tratta di imprese mediamente più grandi con consistenti investimenti fissi.

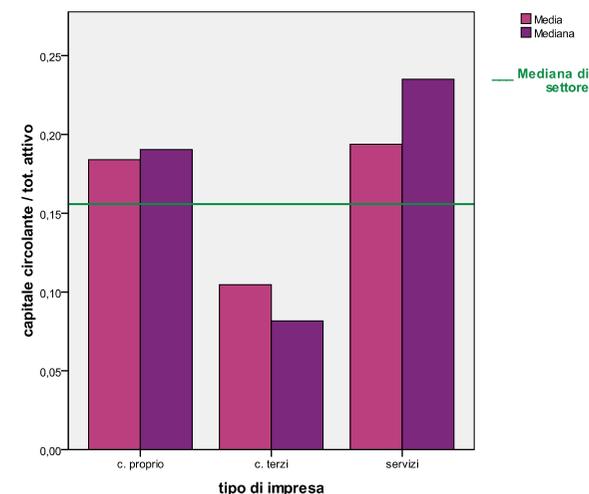
Pare inoltre che il tipo di ruolo svolto nella filiera non determini un ricorso a diverse scadenze dei debiti. Si osserva infatti, che la voce debiti a breve è simile per tutte e tre le tipologie. Le imprese conto terzi sono quelle che mostrano la minor percentuale, mentre quelle di servizi si avvalgono di questa forma di finanziamento in modo più intenso (Tabella 3.7). Ma le differenze, come si è detto, non sono eclatanti.

Figura 3.6- Patrimonio netto in percentuale del totale passivo per tipologia di impresa



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 3.7- Capitale circolante in percentuale del totale attivo per tipologia di impresa



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.7 - Debiti a breve su debiti totali per tipologia di imprese

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
C. Proprio	80,93	11,45	82,05	17,26
C. Terzi	79,48	12,38	79,18	19,51
Servizi	84,30	11,75	86,41	13,02

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

L'analisi dell'equilibrio finanziario per tipologia di impresa mostra che tutte e tre le tipologie riescono in media a operare in condizioni di equilibrio: se infatti si osserva il valore mediano del capitale circolante finanziario di ognuna, si nota che esso risulta positivo (Figura 3.7).

Il migliore dato delle imprese di servizi può essere spiegato da un maggior investimento in attivo a breve, mentre le imprese conto terzi, che sono quelle che mediamente hanno meno capitale investito in attività con scadenza entro l'esercizio, sono le imprese che registrano valori di capitale circolante finanziario più bassi.

Tabella 3.8 - Capitale circolante (in % del totale attivo) per tipologia di impresa

	Min	Max	1Q	3Q
Conto Proprio	-36,12	55,69	7,54	29,02
Conto Terzi	-50,64	66,83	-4,84	26,86
Servizi	-3,02	44,98	5,89	30,48

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Un'ulteriore osservazione riguarda la dispersione dei dati (Tabella 3.8).

Le aziende conto terzi mostrano la *range* (ossia la differenza tra il valore di massimo e minimo della distribuzione) più elevata poiché pari a 117,47%; la differenza interquartile è pure la più importante (31,70%). Dal momento che il primo quartile è in corrispondenza del valore -4,84%, ciò significa che almeno il 25% delle imprese ha un capitale circolante negativo.

Le imprese di servizi sono invece quelle che mostrano il range più contenuto (48%) e così pure la differenza interquartile. Il primo quartile è 5,89%, quindi almeno il 75% delle imprese presenta un capitale circolante finanziario positivo.

In conclusione, quindi, le imprese di servizi mostrano minore variabilità e dati meno anomali. Perciò, quello che emerge dall'analisi disaggregata è che mentre in media tutte e tre le tipologie registrano valori positivi di circolante, le imprese di servizi, oltre a presentare il valore più elevato, mostrano anche la minor variabilità; le imprese conto terzi, invece, oltre alla maggior dispersione, registrano valori medi di circolante inferiori.

Tabella 3.9 - Margine di tesoreria su totale attivo per tipologia di impresa

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Conto Proprio	-4,63	18,60	-4,54	25,60
Conto Terzi	-2,36	24,57	-3,88	35,09
Servizi	-5,49	32,53	3,49	51,96

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Infine, l'analisi del margine di tesoreria sui valori medi conferma una situazione di sostanziale assenza di equilibrio di brevissimo periodo (Tabella 3.9).

Il dato peggiore pare essere quello delle imprese di servizi; osservando, però, il dato mediano tali imprese raggiungono addirittura valori positivi, segnale della presenza all'interno di questa classe di imprese con margini negativi piuttosto pesanti.

L'analisi disaggregata per tipologia di impresa ha messo in luce alcune differenze.

Innanzitutto, le imprese conto terzi sono quelle che investono maggiormente in immobilizzazioni, mentre le imprese di servizi presentano la minor percentuale di capitale fisso investito; ciò è probabilmente legato al fatto che il *core business* di queste società riguarda principalmente l'offerta di servizi di installazione/manutenzione e assistenza.

La composizione dell'attivo a breve vede sempre una prevalenza della quota di crediti rispetto al magazzino e tale quota è la più alta nelle imprese conto terzi. Con i dati a disposizione non si è però in grado di stabilire se questa maggior componente di credito sia dovuta a rapporti commerciali o meno.

Le informazioni ricavabili dall'analisi della struttura finanziaria suggeriscono che le imprese di servizi sono le meno capitalizzate e ciò pare coerente con la bassa incidenza degli investimenti a lungo termine; le imprese conto proprio sono invece quelle in cui la percentuale di mezzi propri raggiunge i valori più elevati.

I dati relativi alla composizione dell'indebitamento confermano, per tutte e tre le tipologie, la netta prevalenza della componente a breve del debito, così come già visto in sede di analisi aggregata e per classe dimensionale.

L'analisi del circolante mostra valori positivi per tutte le tipologie: il valore più alto è ottenuto dalle imprese di servizi, mentre quello peggiore dalle aziende conto terzi. Una delle cause è ravvisabile nel valore dell'attivo a breve, rispettivamente il più alto per le imprese di servizi e il più basso per le conto terzi.

Infine, il margine tesoreria negativo in tutte le tipologie è sintomo di assenza di equilibrio nel brevissimo periodo.

3.2.3 Analisi disaggregata per specializzazione produttiva

Un ultimo criterio per disaggregare i dati si basa sulla specializzazione produttiva di ogni società. Come descritto nel capitolo 3, le imprese del campione si suddividono per specializzazione produttiva, ossia imprese che operano nel comparto *Mezzi di trasporto - Automotive, Macchine agricole - Movimento terra, Macchine e impianti per l'industria e Altri prodotti*.

Innanzitutto, a livello di investimenti in capitale fisso si osserva che il settore *automotive* registra la quota maggiore sul totale attivo (Tabella 3.10), mentre le imprese operanti nel comparto *macchine agricole e movimento terra* mostrano la mediana inferiore e, di conseguenza, sono quelle per le quali è maggiore l'investimento in attività liquidabili entro l'esercizio.

Andando a osservare le principali componenti dell'attivo a breve, si ha una conferma del peso prevalente della voce crediti per tutti e quattro i comparti. Infatti, sia a livello medio che mediano, i crediti assumono valori sempre maggiori del 50% degli investimenti a breve termine (Tabella 3.11 e 3.12).

Tabella 3.10 - Capitale fisso (in % del totale attivo) per specializzazione produttiva

	Media	SD	Mediana
Mezzi di trasporto / Automotive	32,63	20,34	32,90
Macchine agricole / movimento terra	21,79	13,45	17,51
Macchine e impianti per l'industria	21,90	13,94	19,94
Altri prodotti	26,90	18,51	23,48

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.11 - Crediti a (in % dell'attivo a breve) breve per specializzazione produttiva

	Media	SD	Mediana
Mezzi di trasporto / Automotive	53,83	18,21	58,95
Macchine agricole / movimento terra	65,28	11,89	64,29
Macchine e impianti per l'industria	63,27	16,95	61,84
Altri prodotti	64,81	14,40	63,61

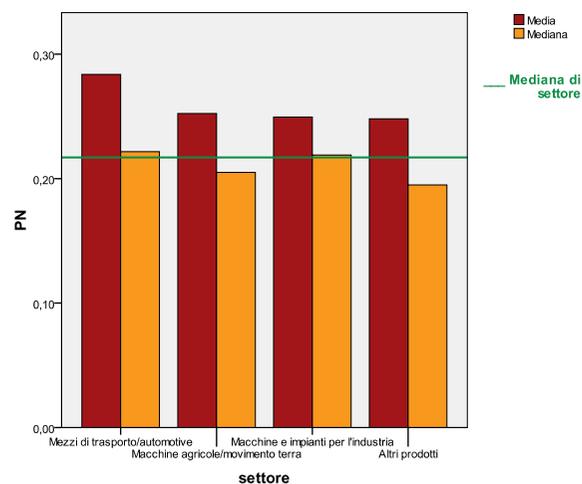
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.12 - Magazzino (in % dell'attivo a breve) per specializzazione produttiva

	Media	SD	Mediana
Mezzi di trasporto / Automotive	28,86	17,63	23,37
Macchine agricole / movimento terra	26,83	14,23	26,30
Macchine e impianti per l'industria	24,36	15,47	22,53
Altri prodotti	26,02	14,49	25,56

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 3.8- Patrimonio netto in percentuale del totale attivo per specializzazione produttiva



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

I settori *macchine agricole* e *altri prodotti* mostrano i dati medi e mediani più elevati, ma le differenze non sono troppo rilevanti.

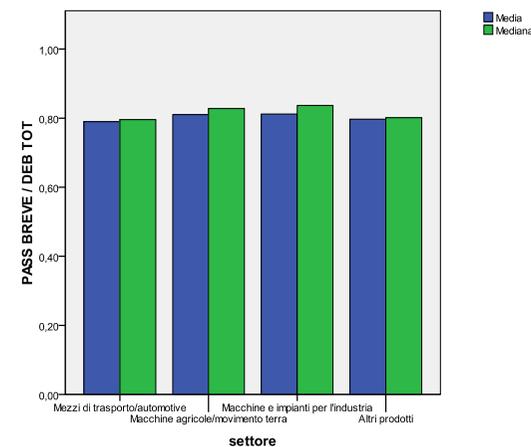
Discorso analogo vale per il magazzino, che assume il peso maggiore nel comparto automotive, ma non si discosta in maniera eccessiva dai valori degli altri settori.

Per quanto riguarda la struttura del passivo (Figura 3.8), emerge che mediamente si tratta di imprese con medesimi livelli di capitalizzazione; detto in altri termini, se disaggregate per comparto, queste imprese non mostrano particolari differenze, come invece si è osservato ragionando per classe dimensionale. Il settore *mezzi di trasporto automotive* è quello mediamente più capitalizzato.

Il dato dei debiti a breve sul totale dei debiti per comparto è simile a quello di settore (media 80,55% e mediana 81,53%): la mediana si aggira sempre sull'80% di debiti a breve sul totale e non scende mai sotto il 50% (Figura 3.9).

A livello di capitale circolante netto si osserva che il settore *trasporto automotive* è quello con minor investimento mediano (Tabella 3.13), mentre quello delle *macchine agricole* raggiunge il valore più elevato. Probabilmente tale andamento è dovuto al diverso peso

Figura 3.9- Debiti a breve su totale debiti per specializzazione produttiva



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.13 - Capitale circolante per specializzazione produttiva (in % del totale attivo)

	Media	SD	Mediana
Mezzi di trasporto / Automotive	10,62	19,37	11,88
Macchine agricole / movimento terra	10,07	19,92	23,35
Macchine e impianti per l'industria	17,12	19,17	16,07
Altri prodotti	13,16	21,48	14,97

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.14 - Margine di tesoreria per specializzazione produttiva (in % del totale attivo)

	Media	SD	Mediana
Mezzi di trasporto / Automotive	-9,09	23,26	-11,77
Macchine agricole / movimento terra	-2,71	20,74	-0,75
Macchine e impianti per l'industria	-2,21	21,22	-1,46
Altri prodotti	-5,57	22,34	-6,80

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

giocato dagli investimenti in attività con scadenza entro l'esercizio che assumono il valore più alto per il settore macchine agricole e quello più basso nelle imprese automotive.

Per quanto riguarda, infine, il margine di tesoreria, i settori *trasporto e altri prodotti* sono quelli per i quali la mediana è negativa, e che quindi non presentano un equilibrio di brevissimo termine. Il settore *macchine agricole* ha un margine di tesoreria mediano positivo (Tabella 3.14). Tra le cause è possibile vi è il peso del magazzino per questo comparto è inferiore.

Concludendo, se disaggregata per specializzazione produttiva, la struttura patrimoniale non mostra particolari differenze a livello di incidenza dei crediti sull'attivo a breve (e così pure per il magazzino), poiché in ogni settore la maggior parte dell'attivo a breve è investito in tale voce.

Anche a livello di capitalizzazione non ci sono differenze; il settore *automotive* mostra una percentuale di patrimonio netto leggermente più alta delle altre.

Il dato del capitale circolante netto mostra, anche in questo caso, le maggiori diversità: il settore *macchine agricole* registra valori nettamente superiori a quelli medi degli altri settori medio; se analizzata in termini mediani, questa differenza si riduce.

Dall'analisi del margine di tesoreria emerge che il settore *macchine agricole e macchine e impianti per l'industria* mostrano un valore meno negativo. Per questi settori, si può dunque ipotizzare che l'importanza del magazzino per l'equilibrio di breve periodo sia inferiore.

In sintesi, ciò emerge dalla disaggregazione dei dati è che la struttura patrimoniale e finanziaria delle imprese del campione è in parte legata alla dimensione aziendale: voci come crediti, magazzino, investimenti in capitale fisso, patrimonio netto e circolante tendono a variare dalle classi più piccole a quelle con un maggior numero di addetti.

Anche a livello di tipologia di impresa, si notano differenze tra le imprese: le più rilevanti riguardano i diversi investimenti in capitale fisso, il diverso grado di capitalizzazione e il valore del circolante, che appare particolarmente elevato per le imprese di servizi e peggiore per le conto terzi.

Se la disaggregazione per dimensione e tipologia fa emergere situazioni abbastanza eterogenee, altrettanto non si può dire per i dati relativi ai comparti produttivi, che invece appaiono più in linea con i risultati ottenuti a livello aggregato.

Pare dunque possibile affermare che il settore metalmeccanico, nonostante sia un universo particolarmente disomogeneo e di difficile indagine tramite dati aggregati, a livello di specializzazione produttiva mostri risultati in termini di struttura patrimoniale abbastanza simili a quelli del settore globalmente considerato.

3.3 *Analisi delle performance*

Dall'analisi del conto economico riclassificato a valore della produzione e valore aggiunto è possibile stimare i principali indici di redditività.

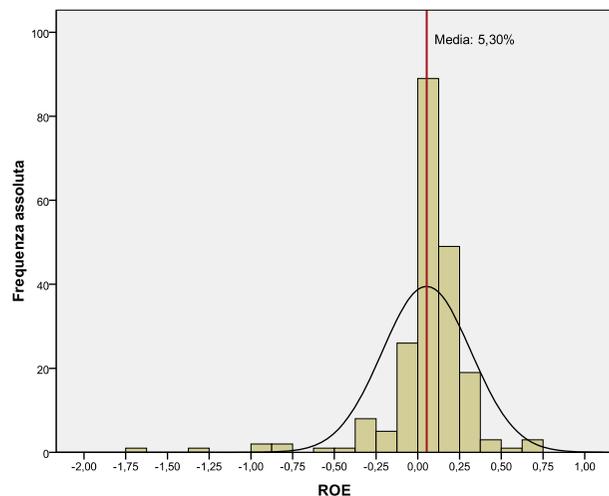
Tale indagine consente di esplorare alcuni aspetti della gestione aziendale e valutare se le imprese sono in grado di operare in condizioni di efficienza, di produrre margini soddisfacenti e, soprattutto, permette di individuare quali componenti del conto economico tendono a incidere maggiormente sul risultato complessivo.

A livello di *performance* aziendale, l'indicatore che fornisce una misura della redditività complessiva è il ROE (rapporto reddito netto su patrimonio netto).

Nel campione oggetto d'analisi tale indice assume un valore medio accettabile e pari al 5,30% (Figura 3.10 e Tabella 3.15). Tuttavia, si osserva una discreta dispersione dei dati intorno a questo valore; in particolare, i dati che più si discostano sono quelli ricompresi nell'ultimo 25% della distribuzione, sia positivo che negativo. Infatti la differenza interquartile mostra

che il 50% dei valori di ROE è compreso tra 0,88% e 17,57%. Tuttavia, il minimo della distribuzione arriva a -171,23% e il massimo a 72,12%, per un *range* complessivo di 243,35%.

Figura 3.10- Distribuzione di frequenza assoluta del ROE



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.15 - Indicatori di performance globale e operativa

	ROE	ROA
Media	5,30%	7,80%
Deviazione standard	26,65%	8,19%
Mediana	7,01%	5,73%
1 Quartile	0,88%	3,48%
3 Quartile	17,57%	10,36%
Minimo	-171,23%	-16,78%
Massimo	16,69%	55,87%

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Appare, quindi, evidente come il valore medio del ROE risenta di situazioni piuttosto anomale: si osserva, ad esempio, società quali Maserati e Galvan Tubi presentano valori di ROE pari rispettivamente a -171,23% e 130%.

Questa tendenziale dispersione delle *performance* sembra essere in linea con quanto emerso in uno studio di Banca Intesa¹² sulle imprese italiane, nel quale emerge che sia a livello di industria manifatturiera che di realtà distrettuale un'elevata dispersione dei risultati, il che equivale a dire che la distanza tra le imprese in difficoltà e quelle con buona redditività è piuttosto elevata.

Da questa prima analisi della redditività globale si evince, dunque, come tale dato sia caratterizzato da una discreta dispersione, soprattutto a causa di valori oltre il primo e terzo quartile.

Le società che realizzano un ROE mediamente negativo nel triennio, comunque, sono meno del 25% (come si evince dal valore del 1 quartile, che si assesta in corrispondenza dell'0,88%).

Per arrivare a comprendere quali siano le cause che hanno portato a un determinato livello di redditività, è utile scomporre il ROE nelle componenti principali. Questo significa analizzare tutti gli aspetti della gestione (operativa e non) che hanno complessivamente contribuito alla formazione di un determinato risultato di esercizio.

La prima di queste componenti fornisce una misura della redditività del total attivo investito: tale misura (ROA) si ottiene rapportando il reddito operativo, ossia quello derivante dal *core business*, al totale dell'attivo patrimoniale. In questa fase dell'analisi, per carenza di informazioni, viene utilizzato al posto del più affidabile ROI (ottenuto invece dal rapporto tra il reddito operativo e il capitale investito nell'attività caratteristica al netto dei debiti operativi). Come già sottolineato, a differenza del ROI, il ROA è un indicatore meno preciso, poiché comprende al denominatore anche investimenti non legati all'attività principale (cfr. capitolo 2).

Il valore medio che si osserva per il campione è pari a 7,80%. Inoltre, la redditività della gestione caratteristica del settore appare meno dispersa rispetto a quella complessiva; da questo è possibile dedurre che la variabilità del ROE sia solo in parte imputabile al ROA, e che per la maggior parte dipenda da altre componenti che condizionano la redditività. Ci si riferisce, cioè, agli oneri finanziari, ai costi e ai ricavi straordinari e accessori e alle imposte. Inoltre, le imprese che realizzano un valore di ROA negativo sono solo una piccola

¹² Intesa San Paolo, "Economia e finanza dei distretti industriali", 2009

percentuale (6%). Pare quindi di poter concludere che, pur tenuto conto della distorsione insita nel ROA, la redditività del *core business* di queste imprese è mediamente accettabile.

Per comprendere le cause che concorrono a definire un determinato livello di redditività operativa, è necessario analizzare da un lato i margini operativi ottenuti sul fatturato e dall'altro la velocità di riproduzione del capitale (tabella 3.16).

Tabella 3.16 - Redditività del fatturato ed efficienza di impiego del capitale

	Media	SD	1°quartile	Mediana	3°quartile
ROS	5,97%	5,65%	3,07%	5,09%	7,70%
Tasso rotazione capitale investito	1,24	0,42	0,94	1,17	1,49
Tasso rotazione attività a breve	1,75	1,22	1,30	1,60	1,93

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Il ROS, che misura la redditività operativa rispetto alle vendite, è mediamente pari a 5,97% (con una deviazione standard di 5,67%).

I costi che presentano un'incidenza maggiore sono il consumo di materie prime (46,82%) e i servizi (23,81%), che contribuiscono alla determinazione di un valore aggiunto intorno al 33% delle vendite. Inoltre, il costo del personale rappresenta mediamente il 23,48%. In media, quindi le imprese del campione presentano margini sul fatturato modesti.

Per quanto riguarda l'efficienza di impiego del capitale, per ogni un'unità di capitale investito vengono prodotte 1,24 unità di fatturato, il che dimostra che non siamo di fronte ad aziende ad alta intensità di capitale.

L'indice di rotazione delle attività a breve termine è pari a 1,75. Tale indicatore misura l'efficienza di impiego di un'unità di capitale investito in attività con scadenza entro l'esercizio.

Una volta analizzate le componenti strettamente operative, pare utile valutare il peso degli altri elementi che concorrono a definire la redditività globale.

Uno degli aspetti più importanti riguarda il grado di indebitamento, che come noto, "fa leva" sulla redditività operativa amplificandola o riducendola in modo tanto più intenso quanto più l'impresa è indebitata. Dalla tabella 3.17 si osserva che la quota di debito totale è pari a circa 8,5 volte il patrimonio netto (anche se la mediana si assesta su un valore più basso); da ciò si deduce che tali imprese sfruttano pesantemente la leva finanziaria¹³.

¹³ Estrema è la situazione della P.t.l. S.r.l., per la quale i debiti totali sono più di 100 volte il patrimonio netto.

Tabella 3.17 - Indicatori di indebitamento e di incidenza sulla performance delle componenti di reddito estranei al core business

	Media	SD	1°quartile	Mediana	3°quartile
Rapporto di indebitamento (Totale debiti su patrimonio netto)	8,58	13,76	1,76	3,84	8,47
Oneri finanziari su fatturato	1,54%	1,65%	0,41%	1,09%	2,03%
Oneri finanziari su Risultato operativo	42,96	57,93	7,02	31,17	58,66
Oneri extra gestione su Risultato operativo	11,16	44,54	0,18	2,42	7,34
Proventi extra gestione su risultato operativo	23,59	62,63	2,03	6,53	21,96
Imposte sul reddito ante imposte	94,46	91,76	50,44	70,45	93,08

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Ad evidenza, l'effetto della leva dipende anche dal costo del debito o, meglio ancora, dalla capacità del risultato operativo di "reggere" il costo del debito. Il rapporto oneri finanziari su risultato operativo, che fornisce una stima di quanta parte del risultato della gestione caratteristica viene assorbito dal costo dell'indebitamento, è pari a 42,96%.

Tale indicatore merita alcune osservazioni. Innanzitutto, così come per altri indici, vi sono delle società che presentano dei valori decisamente elevati, così come emerge dalla differenza tra media e mediana (quest'ultima pari a 31,172%): ad esempio la società Esse Logistica s.r.l. raggiunge un valore di 603,80%, il che significa che il valore degli oneri finanziari è pari a più di sei volte il risultato operativo!

Inoltre, come già sottolineato nella premessa, per tali indicatori sono stati considerate le incidenze in valore assoluto, ossia indipendentemente dal fatto che si riferiscano ad un utile o ad una perdita.

In secondo luogo, per essere in grado di stabilire l'effettivo impatto degli oneri finanziari sulle *performance* reddituali è opportuno considerare anche la loro incidenza sul fatturato; dal momento che tale indice si aggira su valore molto modesto - intorno all'1,54% - si può avanzare l'ipotesi che parte della responsabilità della forte erosione di reddito da parte del costo del debito sia da attribuire a un risultato operativo nel complesso modesto, piuttosto che a un costo elevato in assoluto.

Infine, gli ultimi componenti di conto economico che incidono sulla redditività netta sono quelli relativi alla gestione extra operativa e all'imposizione fiscale.

Per quanto riguarda il peso della componente extra caratteristica, mediamente questo si aggira intorno al 11,16% del reddito operativo per gli oneri e al 23,59% del reddito operativo per i proventi. Entrambi presentano deviazioni standard molto elevate (rispettivamente 44,54% e 62,63%), a causa come sempre di dati anomali registrati in alcune realtà, come Smalti Modena e Società Cooperativa bilanciari Campogalliano. I valori mediani, infatti, delineano un'importanza più contenuta di queste voci di conto economico. Nel complesso, pare dunque ragionevole affermare che, come del resto era logico attendersi, i risultati della gestione estranea alla *core business* delle imprese non sono in grado di influenzare significativamente la *performance* complessiva, poiché, se si fa riferimento ai dati mediani, i valori scendono a 2,42% e 6,53%.

Infine, l'incidenza delle imposte espressa dal rapporto $\frac{\text{imposte}}{\text{reddito ante imposte}}$ è un dato abbastanza rilevante: la media è pari al 94,46% mentre la deviazione standard al 91,76% (di nuovo imputabile a dati anomali come S.t.a.m industriale, I.C.S e G.M Cataforesi).

Il dato mediano conferma un'incidenza piuttosto elevata dell'imposizione fiscale, che per metà delle imprese non scende sotto il 70,45%.

Da questa prima analisi sembrerebbe dunque che la maggior parte del risultato operativo venga impiegata per il pagamento degli oneri finanziari e, soprattutto, delle imposte.

Il quadro che, dunque, emerge da questa prima analisi è quello di un campione caratterizzato da una redditività globale non troppo elevata, sostenuta in buona parte da una discreta *performance* del capitale investito. Tra i suoi componenti, si osserva un'incidenza abbastanza importante degli oneri finanziari che, seppur non risultino esageratamente alti se rapportati al fatturato, sono uno dei fattori che più incidono sulla *performance* globale insieme alle imposte su reddito.

La maggior parte degli indicatori risente di una dispersione piuttosto elevata, principalmente imputabile ad alcune imprese che mostrano valori piuttosto elevati.

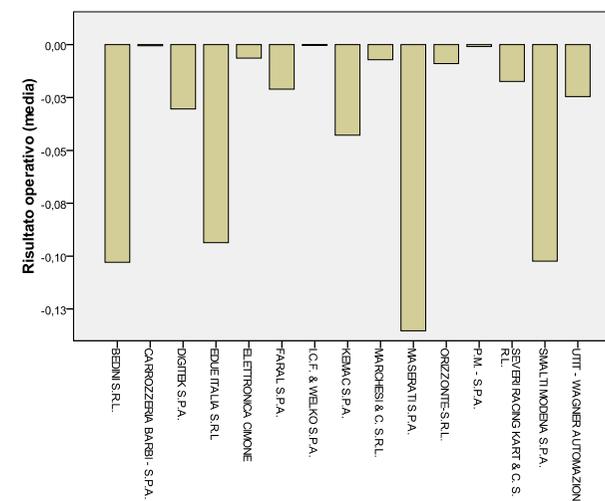
3.3.1 Le imprese in difficoltà

Dall'analisi del risultato operativo medio in percentuale del fatturato è possibile svolgere qualche considerazione sulle imprese in difficoltà (Figura 3.11).

Se ci si osservano i risultati operativi, infatti, sono 15 le aziende (circa il 7% del totale) che ottengono valori del reddito *core* negativi. Come emerge dalla tabella 4.18, quasi la metà delle imprese in difficoltà rientra nella classe 50-99 addetti, mentre il 40% si divide tra le classi 20-49 e 100-249. Infine, un'impresa appartiene alla classe 1-5 e una a quella con più di 250 addetti. Si tratta di imprese che lavorano in conto proprio o in conto terzi, appartenenti un po' a tutti i comparti tranne che a quello delle macchine agricole.

Le perdite operative non sembrano imputabili ai costi esterni (e quindi all'acquisto di beni e servizi per lo svolgimento dell'attività), in quanto il valore aggiunto per tutte queste imprese risulta positivo.

Figura 3.11- Imprese che presentano perdite operative



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.18 - Valore Aggiunto, MOL e RO delle imprese in difficoltà

	Valore Aggiunto	Margine Operativo Lordo	Risultato Operativo	Addetti	Tipo di impresa	Settore *
Edue italia s.r.l. in liquidazione	14,94%	-6,08%	-9,36%	29	c. proprio	3
Bedini s.r.l.	31,76%	-5,38%	-10,29%	33	c. proprio	1
Maserati s.p.a.	9,13%	-3,57%	-13,53%	584	c. proprio	1
Kemac s.p.a.	19,25%	-1,40%	-4,28%	52	c. proprio	3
Utiti - wagner automazioni	34,48%	-0,40%	-2,45%	64	c. proprio	3
Smalti Modena s.p.a.	53,09%	0,00%	-10,24%	50	c. terzi	4
I.c.f. & welko s.p.a.	17,65%	0,64%	-0,04%	63	c. proprio	3
Orizzonte-s.r.l.	19,51%	0,83%	-0,90%	27	c. proprio	3
Severi racing kart & c. S.r.l.	10,94%	1,37%	-1,74%	3	c. proprio	1
Carrozzeria barbi - s.p.a.	41,84%	2,26%	-0,05%	73	c. terzi	1
Elettronica Cimone - SRL	29,64%	2,52%	-0,63%	146	c. terzi	4
Faral s.p.a.	21,25%	3,34%	-2,11%	237	c. proprio	4
Marchesi & c. S.r.l.	55,28%	3,84%	-0,71%	58	c. terzi	1
Digitex s.p.a.	28,59%	3,93%	-3,04%	206	c. proprio	4
P.m. - s.p.a.	26,25%	12,28%	-0,09%	52	c. terzi	1

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

*Legenda: 1 Automotive; 2 macchine agricole; 3 Macchine e impianti per l'industria; 4 Altri prodotti

Per il 33% delle imprese, la perdita prodotta dall'attività operativa è dovuto a un margine operativo lordo anch'esso negativo: tale indicatore, ottenuto sottraendo al valore aggiunto il costo del personale, misura la ricchezza prodotta dall'impresa destinata a trasformarsi in liquidità¹⁴. Questo dato dimostra che l'incidenza del costo del lavoro è eccessivamente alta (Tabella 3.18).

Per il restante 77%, invece, il margine operativo lordo risulta positivo. In questo caso, dunque, il valore negativo del reddito operativo è dovuto ai costi per ammortamento e svalutazione, quindi a componenti di reddito che non incidono sui flussi di cassa prodotti dalle imprese.

¹⁴ Il Margine operativo lordo è ottenuto dalla differenza tra costi e ricavi di natura monetaria, che quindi produrranno (o hanno già prodotto) valori di cassa.

3.3.2 Analisi disaggregata per classe dimensionale

Dalla disaggregazione dei dati di *performance* per classe dimensionale emerge che il ROE tende a ridursi con l'aumentare delle dimensioni; i dati medi mostrano, infatti, che i valori più alti di redditività netta si registrano in corrispondenza delle classi più basse. I dati mediani confermano tale tendenza, anche se il valore della classe con più di 250 addetti risulta uno dei più elevati (Tabella 3.19).

Tabella 3.19 - ROE per classe dimensionale (valori in %)

	Media	SD	Mediana	1Q	3Q
1-5	15,10	20,01	14,67	6,14	23,61
6-19	11,85	23,31	12,55	2,31	23,13
20-49	4,75	17,90	6,90	-0,71	13,34
50-99	1,87	32,10	4,91	1,39	15,65
100-249	2,82	23,46	2,69	-1,01	17,58
250+	-6,60	47,82	7,74	-5,12	14,63

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.20 - ROA per classe dimensionale (valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
1-5	14,33	14,37	9,84	4,50
6-19	9,38	7,73	7,28	9,13
20-49	6,97	5,84	5,83	6,49
50-99	7,31	9,58	5,30	4,61
100-249	6,64	6,30	4,32	6,50
250+	4,21	6,68	4,44	5,61

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

La ragione è facilmente individuabile nella presenza della società Maserati, che realizza il ROE più basso della distribuzione (-171%).

In generale, comunque, la *performance* misurata dal ROE mostra una relazione inversa con la dimensione.

Rimane abbastanza elevata la distanza tra le imprese più dinamiche e quelle più in difficoltà, come emerge dai valori del primo e terzo quartile; ad esempio, nella classe con 50-99 addetti,

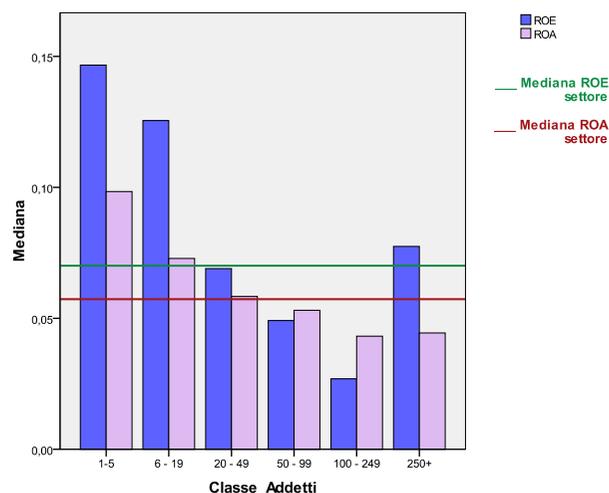
un quarto delle imprese ottiene un ROE di almeno il 15,65%, mentre il quarto peggiore registra performance inferiori al 1,39%.

La variabilità del ROE risulta comunque superiore rispetto a quella riscontrata per il ROA (Tabella 3.20). Dunque, anche dai dati disaggregati per classe dimensionale emerge che la variabilità del ROE non dipende essenzialmente da una redditività operativa estremamente dispersa intorno al dato medio. Tale evidenza si ha sia in termini di deviazione standard che di differenza interquartile.

Osservando la Figura 3.12 si può trarre qualche indicazione.

Innanzitutto per quel che riguarda l'andamento del ROA, pare che man mano che la dimensione aumenta la redditività del totale del capitale investito diminuisca. Questa tendenza ricalca quella vista in sede di analisi del ROE, e quindi conferma la relazione inversa tra

Figura 3.12 – ROE e ROA per classe di addetti (valori mediani)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

dimensione e redditività (sempre fatta eccezione per la classe con più di 250 addetti).

In secondo luogo, si osserva che nelle classi di minori dimensioni e in quella con più di 250 addetti il ROE è maggiore del ROA, segnale del fatto che l'effetto complessivo che le altre componenti giocano sulla redditività è positivo, cosa che non si verifica nelle classi medio grandi.

Tabella 3.21 - ROS per classe dimensionale (valori in %)

	Media	SD	Mediana
1-5	9,66	8,44	7,11
6-19	6,38	4,35	5,65
20-49	5,50	4,94	5,17
50-99	6,09	6,96	5,07
100-249	5,62	4,67	4,35
250+	3,68	5,83	4,15

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.22 - Efficienza di impiego del capitale per classe dimensionale (valori in %)

	Media	SD	Mediana
1-5	1,39	0,55	1,32
6-19	1,42	0,47	1,45
20-49	1,21	0,37	1,16
50-99	1,10	0,37	1,04
100-249	1,15	0,28	1,16
250+	1,31	0,53	1,06

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Dalla scomposizione del ROA si possono trarre alcune indicazioni circa la redditività delle vendite e l'efficienza di impiego del capitale.

L'andamento del ROS mostra un relazione inversa con la dimensione aziendale; questo dato conferma il valore del ROA, che raggiungeva i valori inferiori nella classi di grandi dimensioni (Tabella 3.21). Il dato appare interessante, mostrando che i margini sul fatturato appaiono migliori nelle imprese comunemente ritenute fragili in questo aspetto.

Tendenza analoga anche per l'efficienza di impiego del capitale: si nota abbastanza chiaramente che in termini mediani le imprese di minori dimensioni realizzano una maggior efficienza di impiego del capitale, mentre quelle più grandi ottengono livelli inferiori (tabella 3.22).

Quindi, se il ROA tende a diminuire con la dimensione, ciò pare essere dovuto in primis alla dinamica del ROS, che per le imprese di maggiori dimensioni è inferiore; ma anche dal *capital turnover*, dato che sono le imprese più piccole a mostrare la maggior efficienza di impiego del capitale.

I dati sul livello di indebitamento, come era logico aspettarsi, confermano quanto emerso dall'analisi della struttura finanziaria, e quindi la tendenza del settore a ricorrere in modo intenso ai capitali di terzi.

Tabella 3.23 - Incidenza Oneri finanziari sul risultato operativo (valori %) per classe dimensionale

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
1-5	33,04	33,83	14,18	57,52
6-19	34,65	35,09	26,45	41,93
20-49	44,31	47,54	35,58	56,13
50-99	40,41	39,05	36,16	50,96
100-249	55,66	109,21	28,96	53,22
250+	54,24	68,28	35,17	35,02

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

La Tabella 3.23 mostra l'incidenza degli oneri finanziari sul risultato operativo e fa emergere, in termini mediani, un peso maggiore nelle imprese di medie dimensioni (20-99 addetti) e per quelle con più di 250 addetti: per tali imprese più del 35% del risultato operativo viene impiegato per il pagamento degli oneri finanziari.

Se invece si osservano i dati medi, non solo emergono valori più elevati, ma l'incidenza più alta si osserva in corrispondenza della classe 100-249; l'impresa Esse Logistica ha un'incidenza media nel triennio superiore al 600%.

Un'elevata incidenza degli oneri finanziari può essere dovuta a un risultato operativo mediocre e/o un elevato rapporto oneri finanziari su fatturato.

Se rapportati alle vendite, gli oneri finanziari hanno un'incidenza contenuta: il massimo valore medio è di circa 2%. In termini mediani, sono le imprese di più piccola dimensione a registrare l'incidenza minore di tali oneri sul fatturato (Tabella 3.24).

La classe che presenta la maggior incidenza di oneri finanziari su risultato operativo è quella con più di 250 addetti, mentre per la classe 20-99 (che registrava la più alta incidenza degli oneri finanziari su risultato operativo) l'incidenza del costo del debito rapportata al fatturato varia tra 1,01 e 1,17.

E' possibile ipotizzare, quindi, che la maggior incidenza degli oneri finanziari su risultato operativo, non sia essenzialmente dovuta al costo del debito in assoluto.

I valori del rapporto tra risultato operativo e proventi ed oneri extragestione sono quelli che presentano la maggiore dispersione, come si evince osservando la differenza tra il dato medio e quello mediano).

L'andamento è comunque univoco: pare cioè di poter affermare che l'incidenza della componente extra caratteristica aumenta con l'aumentare delle dimensioni aziendali (Tabella 3.25).

Tuttavia, se osservate in termini mediani, tali incidenze non superano il 15%.

Tabella 3.24 - Incidenza percentuale degli oneri finanziari su fatturato per classe dimensionale

	Media	Mediana
1-5	2,02	0,62
6-19	1,31	1,19
20-49	1,60	1,17
50-99	1,71	1,01
100-249	1,42	1,01
250+	1,31	1,37

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.25 - Incidenza percentuale degli oneri e proventi extra gestione sul risultato operativo per classe dimensionale

	Oneri extra gestione			Proventi extra gestione		
	Media	Mediana	SD	Media	Mediana	SD
1-5	1,76	0,00	5,32	6,60	1,91	13,64
6-19	5,10	0,22	14,06	10,34	2,13	17,75
20-49	5,63	2,48	12,11	17,62	5,82	28,53
50-99	13,25	3,47	47,04	31,76	8,09	67,26
100-249	13,27	4,01	24,69	21,45	9,50	28,23
250+	49,79	11,76	135,04	84,08	14,43	182,71

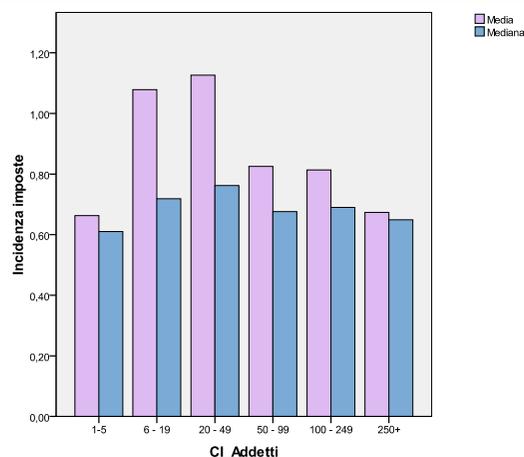
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

La classe con più di 250 addetti è quella che risente maggiormente di dati anomali (come quello della società Cooperativa Bilanciai i cui proventi da gestione extracaratteristica superano il 500%).

Osservando la figura 3.13, relativa all'imposizione fiscale, non si riscontrano particolari differenze tra le varie classi in termini mediani, né una qualche relazione con la dimensione.

Le uniche imprese che paiono risentire meno dell'imposizione fiscale, sono quelle della classe 1-5, la cui mediana è circa 61%, mentre quelle intermedie risentono di un maggior incidenza delle imposte.

Figura 3.13 – Incidenza percentuale delle imposte sul reddito ante imposte per classe dimensionale



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Dall'analisi disaggregata per classe dimensionale, dunque, pare di poter concludere che i risultati migliori sono ottenuti dalle imprese di minori dimensioni, dal momento che l'indice di *performance* globale decresce man mano che la dimensione aziendale aumenta.

Tale conclusione appare tutt'altro che scontata, poiché sembra incoerente con il comune pensiero circa la fragilità economica delle imprese di minori dimensioni e risulta ancora più interessante se si considera che i migliori risultati sono raggiunti grazie a migliori margini sulle vendite e a una buona efficienza di impiego del capitale, che nel complesso determinano una delle più alte redditività del capitale attivo investito.

Le imprese di minori dimensioni paiono, inoltre, risentire in misura inferiore del peso degli oneri finanziari e delle imposte.

Anche l'incidenza dell'area extragestione pare essere direttamente collegata con la dimensione: per le imprese più grandi l'incidenza e la dispersione intorno al dato medio appaiono infatti più importanti.

L'imposizione fiscale, invece, mostra un andamento meno univoco. Tra le varie classi, comunque, quelle intermedie mostrano l'incidenza più elevata.

3.3.3 Analisi disaggregata per tipologia di impresa

Osservando i dati nella tabella 3.26 si nota che la tipologia di impresa che registra i risultati migliori è quella che svolge l'attività di offerta di servizi. La differenza appare ancora più evidente se si considerano i dati mediani. Le imprese conto terzi sono quelle che mostrano la maggior dispersione dei dati.

Le imprese in conto proprio presentano il valore di ROE più basso, ma sono caratterizzate da un numero abbastanza elevato di valori anomali (prima fra tutte Maserati con un ROE di -171%).

La redditività complessivamente migliore delle imprese di servizi è in parte attribuibile al ROA (Tabella 3.27): tale indicatore, infatti, è maggiore per le imprese che svolgono servizi di manutenzione e assistenza, mentre registra i valori più bassi per le imprese che operano in conto proprio (Figura 3.14).

Per le imprese conto terzi pare che la *performance* in termini di ROE sia quasi interamente spiegabile in termini di redditività del capitale totale investito.

Dall'analisi delle componenti del ROA si osserva che i margini sulle vendite di tutte e tre le tipologie paiono sostanzialmente in linea; solo le imprese in conto terzi presentano un valore lievemente maggiore (Tabella 3.28). Il risultato è interessante, perché pare mostrare che i margini di utile sul fatturato sono insensibili alle caratteristiche delle imprese in questo aspetto.

Tabella 3.26 - ROE per tipologia di impresa (valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Conto proprio	4,92	17,90	6,90	14,43
Conto Terzi	5,68	29,89	6,95	21,96
Servizi	6,95	25,16	10,04	20,53

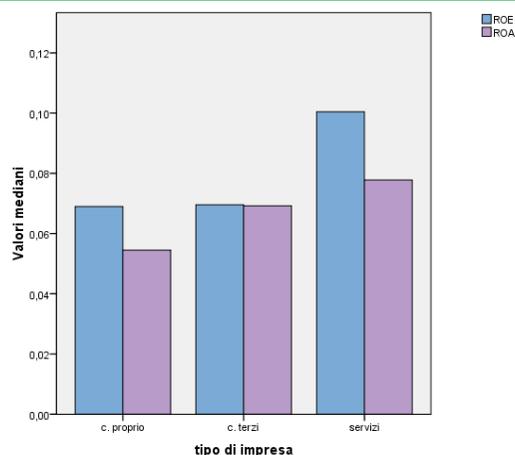
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.27 - ROA per tipologia di impresa (valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Conto proprio	6,94	7,55	5,45	5,74
Conto Terzi	9,00	9,27	6,92	8,55
Servizi	9,06	5,64	7,78	7,97

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 3.14 – ROE e ROA per tipologia di impresa (valori percentuali)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

principalmente grazie ad un buon livello di efficienza nell'utilizzo del capitale che tali imprese riescono ad ottenere buoni valori di ROA.

Passando ad analizzare gli indicatori relativi all'indebitamento, si osserva che le imprese conto terzi sono quelle per le quali l'incidenza degli oneri finanziari sul risultato operativo è la più alta, il che è coerente con il loro livello medio di indebitamento osservato in sede di analisi patrimoniale (Tabella 3.30).

Anche l'incidenza degli oneri finanziari su fatturato (Figura 3.15), conferma un onere maggiore per le imprese conto terzi e minore per le imprese di servizi, sia in termini medi che mediani.

Questo potrebbe significare che, per tali imprese, l'elevata incidenza degli interessi passivi sul risultato operativo derivi da un valore modesto dello stesso piuttosto che da un elevato costo del debito in assoluto.

Riassumendo, quindi, le imprese di servizi sono mediamente quelle più indebitate (minor valor di patrimonio netto e maggiore del rapporto di indebitamento), ma sono le imprese conto terzi quelle che sopportano la maggior incidenza di oneri finanziari su risultato operativo, anche in rapporto al fatturato.

Tabella 3.28 - ROS per tipologia di impresa (valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Conto proprio	5,66	5,64	4,92	4,63
Conto Terzi	6,47	5,81	5,77	5,05
Servizi	5,85	4,61	4,67	3,49

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.30 - Incidenza Oneri finanziari su risultato operativo per tipologia di impresa (valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Conto proprio	42,53	66,40	29,61	48,13
Conto Terzi	44,14	44,40	36,50	52,58
Servizi	39,08	40,47	26,73	74,93

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

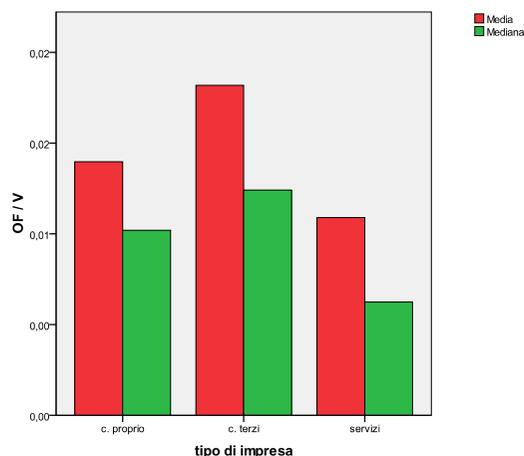
Tabella 3.29 - Capital Turnover per tipologia di impresa

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Conto proprio	1,20	0,39	1,12	0,40
Conto Terzi	1,26	0,42	1,21	0,58
Servizi	1,69	0,59	1,65	0,49

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Le imprese di servizi, che mostravano la miglior redditività del capitale investito, sono però quelle la cui redditività delle vendite è inferiore (Figura 3.29). Questo significa che è

Figura 3.15 – Incidenza degli oneri finanziari su fatturato per tipologia di impresa



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Dall'analisi dell'area extra operativa si ha una conferma del peso contenuto giocato da queste voci; comunque le imprese che operano in conto proprio presentano l'incidenza più elevata sia in termini di oneri che di proventi, come confermano i dati nella tabella 3.31. Altrettanto elevata pare la dispersione dei dati rispetto agli altri aggregati.

Tabella 3.31 - Incidenza area extra gestione sul risultato operativo per tipologia di impresa (valori in %)

	Oneri Extra gestione				Proventi Extra gestione			
	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Conto proprio	11,80	49,81	3,25	8,38	26,71	71,80	8,52	20,60
Conto Terzi	11,25	38,25	0,97	6,05	21,32	49,53	4,47	19,66
Servizi	2,49	5,97	0,30	1,50	2,97	3,45	1,48	4,17

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

I dati mediani, sono più contenuti ma confermano un'incidenza maggiore (seppur non troppo importante) per le imprese conto proprio.

Infine, per quel che riguarda l'incidenza delle imposte (tabella 3.32), si osserva che le imprese di servizi mostrano l'incidenza media delle imposte più elevata, tendenza confermata anche

dal dato mediano. In tutte le classi emerge, oltre che una dispersione dei dati abbastanza elevata, un'incidenza fiscale abbastanza importante, anche se il dato mediano è più contenuto. In conclusione, da questa prima analisi sembrerebbe che la situazione migliore sia quella delle imprese di servizi, le quali realizzano un ROE più alto della media, principalmente grazie alla miglior efficienza nell'impiego di capitale che sostiene la redditività operativa, nonostante i

Tabella 3.32 - Incidenza Imposte sul reddito ante imposte per tipologia di impresa (valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Conto proprio	86,11	83,50	67,96	40,70
Conto Terzi	104,00	101,67	71,71	44,10
Servizi	122,87	104,43	74,62	41,84

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

marginari sulle vendite non sia altissimi. Tali imprese, però, presentano un alto tasso di indebitamento e la più alta pressione fiscale.

Le società di subfornitura e quelle in conto proprio registrano valori di *performance* globale simili, ma le imprese conto terzi godono di una redditività operativa migliore, grazie sia a migliori margini ottenuti sulle vendite che ad un impiego più efficiente del capitale investito. Sono però le imprese che supportano i maggiori oneri finanziari e una pressione fiscale non troppo bassa.

L'area extra operativa, seppur rimanga mediamente contenuta, raggiunge il peso maggiore nelle imprese che operano in conto proprio.

Le imprese in conto proprio raggiungono un risultato complessivo simile alle conto terzi, ma ciò è sempre principalmente dovuto al peso inferiore degli oneri finanziari e delle imposte. Infatti, tali imprese ottengono risultati meno brillanti sul fronte della gestione operativa rispetto alle società di subfornitura.

3.3.4 Analisi disaggregata per specializzazione produttiva

Se si scompone il ROE medio di settore per specializzazione produttiva, si osserva che le imprese presenti nel comparto delle *macchine agricole* mostrano il valore più alto. In termini mediani, invece, sono le imprese del settore *macchine e impianti per l'industria* a mostrare il dato più elevato (Tabella 3.33).

Il comparto automotive, a fronte di un ROE medio negativo, ottiene invece un risultato positivo, seppur molto contenuto, in termini mediani; tale risultato appare comunque piuttosto distante da quello degli altri tre comparti, tra loro più simili.

La peggiore performance del settore Automotive è confermata (e dunque in parte spiegata) dalla dinamica del ROA, che per tale comparto rimane sotto la media (Figura 3.16).

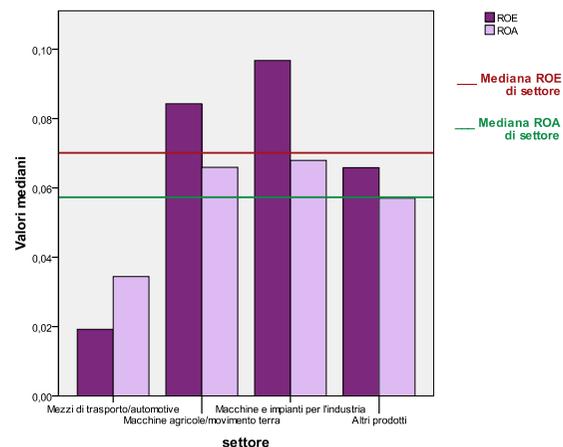
Sono le imprese dei comparti macchine agricole e macchine per l'industria a registrare i valori migliori di redditività operativa. Ciò è dovuto sia ai migliori margini sulle vendite che

Tabella 3.33 - ROE per specializzazione produttiva (Valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Mezzi di trasporto / Automotive	- 7,11	40,59	1,92	12,71
Macchine agricole / movimento terra	13,85	17,15	8,43	13,62
Macchine e impianti per l'industria	7,90	22,67	9,67	18,04
Altri prodotti	2,15	28,38	6,59	14,64

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 3.16 – ROE e ROA per specializzazione produttiva



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

tali imprese riescono ad ottenere che ad un'efficienza di impiego del capitale mediamente tra le più alte (seppur in valore assoluto superiori di poco l'unità).

Il settore automotive, invece, mostra qualche difficoltà nella gestione del proprio core business, sia per il fatto che non riesce a ottenere margini sul fatturato troppo alti, sia perché riesce a riprodurre appena una volta il proprio capitale investito tramite le vendite (tabelle 3.34 e 3.35).

Se si passa poi ad analizzare i dati relativi all'indebitamento, si osserva che, nonostante le imprese del comparto macchine e impianti per l'industria registrino i maggiori livelli di

Tabella 3.34 - ROS per specializzazione produttiva (valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Mezzi di trasporto / Automotive	2,61	6,02	2,99	5,29
Macchine agricole / movimento terra	7,09	5,50	6,07	4,88
Macchine e impianti per l'industria	6,65	5,44	5,45	5,20
Altri prodotti	5,54	5,59	4,75	4,22

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.35 - Capital Turnover per specializzazione produttiva (valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Mezzi di trasporto / Automotive	1,08	0,33	1,03	0,32
Macchine agricole / movimento terra	1,34	0,33	1,21	0,38
Macchine e impianti per l'industria	1,25	0,42	1,17	0,56
Altri prodotti	1,26	0,48	1,22	0,62

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.36 - Incidenza Oneri finanziari su risultato operativo per specializzazione (valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Mezzi di trasporto / Automotive	43,72	35,47	43,24	47,81
Macchine agricole / movimento terra	40,09	62,36	24,62	42,24
Macchine e impianti per l'industria	42,74	66,18	23,68	54,12
Altri prodotti	44,02	43,69	37,10	48,99

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.37 - Incidenza Oneri finanziari su fatturato per specializzazione (valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Mezzi di trasporto / Automotive	1,38	1,37	1,09	1,37
Macchine agricole / movimento terra	1,21	1,07	0,88	1,39
Macchine e impianti per l'industria	1,41	1,28	1,14	1,34
Altri prodotti	2,01	2,42	1,17	2,37

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

indebitamento, altrettanto non può dirsi per il rapporto oneri finanziari su risultato operativo, che in termini mediani risulta essere il più basso (tabella 3.36). E' probabile che la causa risieda in un risultato operativo mediamente più elevato, dal momento che, se rapportati al fatturato, gli oneri finanziari per questo comparto sono tra i più elevati.

Sono invece le imprese che operano nel settore *automotive* a registrare la più alta incidenza degli oneri finanziari, probabilmente perché rapportati ad un risultato operativo non particolarmente brillante. Infatti, se si osserva l'incidenza di tali oneri rispetto al fatturato, essa non è una delle più alte (tabella 3.37).

Osservando la tabella 3.38, pare che la maggior incidenza media degli oneri e proventi derivanti dalle attività estranee al *core business* si riscontri rispettivamente nei comparti *altri prodotti* per gli oneri e *macchine agricole* per i proventi. Tuttavia, dal dato mediano si evince che la presenza degli oneri è più alta nel comparto *macchine agricole*, mentre le imprese del settore *mezzi di Trasporto-Automotive* registrano una maggior incidenza dei proventi non operativi.

Infine, osservando la tabella 3.39, si evince che la variabile fiscale risulta piuttosto elevata ma discretamente omogenea tra le diverse specializzazioni produttive (in termini mediani).

Il settore *automotive* pare essere quello maggiormente gravato dal peso delle imposte, sia in termini medi che mediani.

Nel complesso comunque, sembra che la specializzazione produttiva non abbia ripercussioni sul peso giocato dalla variabile fiscale.

Tabella 3.38 - Incidenza area extra gestione sul risultato operativo per specializzazione produttiva (valori in %)

	Oneri Extra gestione				Proventi Extra gestione			
	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Mezzi di trasporto / Automotive	7,86	17,63	2,53	6,37	19,34	21,39	11,76	23,47
Macchine agricole / movimento terra	7,25	9,32	3,33	7,95	36,84	101,22	7,19	10,07
Macchine e impianti per l'industria	11,90	51,00	2,00	6,62	21,40	61,55	6,11	18,57
Altri prodotti	12,10	43,89	2,00	7,76	26,45	63,39	6,80	22,07

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 3.39 - Incidenza Imposte sul reddito ante imposte per specializzazione produttiva (valori in %)

	Media	SD	Mediana	Diff. Interq.
Mezzi di trasporto / Automotive	164,28	173,72	76,32	201,82
Macchine agricole / movimento terra	80,41	46,18	68,26	44,81
Macchine e impianti per l'industria	87,66	79,61	68,21	40,05
Altri prodotti	83,61	61,24	71,55	29,09

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

In conclusione, se dall'analisi della struttura patrimoniale non emergevano particolari differenze, in termini di *performance* sono presenti aspetti interessanti che distinguono i vari comparti.

La miglior redditività delle imprese del comparto *macchine e impianti industriali* (seguite da quelle del comparto *macchine agricole*) è sostenuta da una buona redditività operativa: si tratta infatti di imprese che riescono a ottenere buoni margini sul fatturato e ad impiegare il capitale in modo discretamente efficiente.

Tali imprese sembrano inoltre essere meno gravate, rispetto a quelle degli altri comparti, dal peso fiscale e degli oneri finanziari.

Il settore *automotive* invece, risulta essere quello maggiormente in difficoltà, sia a causa di una redditività operativa non particolarmente brillante, ma soprattutto in quanto sopporta i maggiori oneri per indebitamento e di tipo fiscale.

3.4 Conclusioni

Da questa prima analisi svolta su tutto il campione oggetto di indagine è possibile già trarre alcuni spunti interessanti di riflessione.

Si è visto come, a livello di struttura patrimoniale, un ruolo importante sia giocato dagli investimenti a breve termine, soprattutto crediti, che rappresentano la maggior parte degli impieghi di capitale.

E' confermata anche la bassa capitalizzazione delle imprese e il considerevole ricorso all'indebitamento (soprattutto a breve termine) per far fronte ai propri investimenti.

Nel complesso, comunque, le imprese mostrano un buon equilibrio finanziario.

Tale struttura finanziaria si ripresenta in modo abbastanza puntuale anche nelle analisi disaggregate, nel senso che non ci sono differenze significative che sconvolgono quanto visto a livello globale.

Si notano comunque delle diversità, che sono più evidenti per quanto riguarda la disaggregazione dimensionale e per tipologia.

Quello che effettivamente esprime lo stato di salute delle imprese è invece la parte di analisi relativa alla redditività.

Il ROE di settore raggiunge livelli mediani accettabili (7,01%) e così pure il ROA (5,73%).

Il ROE risente del peso della componente fiscale e degli oneri finanziari, che hanno un effetto di moltiplicativo sul risultato globale della gestione aziendale.

Nel complesso dunque, parrebbe che le imprese del campione, seppur non ottengano risultati eccessivamente brillanti, non segnalino nemmeno situazioni patologiche.

La disaggregazione per classe dimensionale, tipologia e comparto ha inoltre permesso di mettere in luce alcuni aspetti interessanti.

Uno di questi riguarda la *performance* delle imprese di piccole dimensioni; esse, infatti, registrano un elevato valore di ROE e, cosa forse più importante, tale risultato non deriva da componenti straordinarie o extra operative, ma è invece fortemente influenzato da buoni margini sulle vendite e da un efficiente impiego del capitale. Tutto questo si traduce in una redditività del capitale investito migliore rispetto alle altre.

Non da ultimo, tali imprese sopportano un minor peso del costo dell'indebitamento e dell'imposizione fiscale.

Le società di maggiori dimensioni, invece, oltre a mostrare valori di ROA mediamente inferiori, risentono di un'incidenza delle imposte e degli oneri finanziari mediamente più elevata.

Il secondo risultato ottenuto riguarda la *performance* delle aziende di servizi; dai dati pare infatti che operare nella filiera in qualità di società fornitrice di assistenza e manutenzione porti a maggiori valori di ROE.

Nonostante si tratti di imprese mediamente più indebitate (come dimostra il minor peso dei mezzi propri sul totale delle fonti), esse non risentono in modo eccessivo del peso degli oneri finanziari.

Inoltre, riescono ad ottenere il risultato migliore nonostante la maggior pressione fiscale.

Infine, dalla disaggregazione per specializzazione produttiva, emerge che all'interno del settore metalmeccanico le imprese del comparto *macchine e impianti per l'industria* sono le più virtuose, principalmente grazie alla miglior redditività operativa e al minor peso di imposte e oneri finanziari.

Abbastanza isolato, invece, pare il caso del settore *automotive*, che ad una già bassa redditività operativa, associa un peso consistente di oneri finanziari e imposte.

4 ANALISI SUL CAMPIONE DI 97 IMPRESE

In questo capitolo verrà svolta l'analisi del gruppo di imprese per le quali è stato possibile ottenere i bilanci in forma completa. Tale indagine ha consentito di mettere in luce e approfondire alcuni aspetti di struttura patrimoniale e *performance* reddituale che non si era stati in grado di evidenziare nell'analisi di bilancio basata sulla riclassificazione finanziaria dello stato patrimoniale.

L'indagine, così come è stato fatto nel capitolo precedente, verrà svolta prima sull'intero gruppo di imprese e, successivamente, scomposta per classe dimensionale, tipologia e specializzazione produttiva, in modo da evidenziare le peculiarità riscontrabili in ciascuna classe.

Nella prima parte del capitolo verrà descritto il sottocampione su cui sono state effettuate le indagini, nonché le scelte metodologiche che, anche in questo caso, è stato necessario compiere.

Il paragrafo 4.2 comprende l'analisi della struttura patrimoniale, prima sull'intero gruppo e poi sui dati disaggregati, mentre la valutazione della *performance* verrà svolta nel paragrafo 4.3.

Il paragrafo 4.4 sarà invece dedicato alle conclusioni.

4.1 Il sottocampione: la struttura e le scelte metodologiche

L'indagine di bilancio svolta nel presente capitolo coinvolge un sotto gruppo del campione originale: sono infatti state selezionate le 100 imprese per le quali si aveva a disposizione il bilancio in forma completa.

Sulla base di questo criterio, sono dunque state escluse le imprese di minori dimensioni (micro e piccole); si può infatti osservare che le classi da 1-5 addetti e 6-19 non sono più rappresentate all'interno del sottocampione.

Ciò è comprensibile, dal momento che sono le società più grandi quelle che superano i limiti oltre i quali è fatto obbligo di redigere il bilancio in forma completa (cfr. par 2.2)¹⁵.

¹⁵ Tale gruppo di imprese è composto da società di capitali il cui totale attivo patrimoniale supera in tutti e tre gli esercizi il valore di 3.125.000 euro

Inoltre, se da un lato alcune classi dimensionali non sono più rappresentate nel sottocampione in oggetto, dall'altro anche la disaggregazione per tipologia risente del minor numero di dati: la classe delle imprese di servizi, infatti, è composta da sole due aziende.

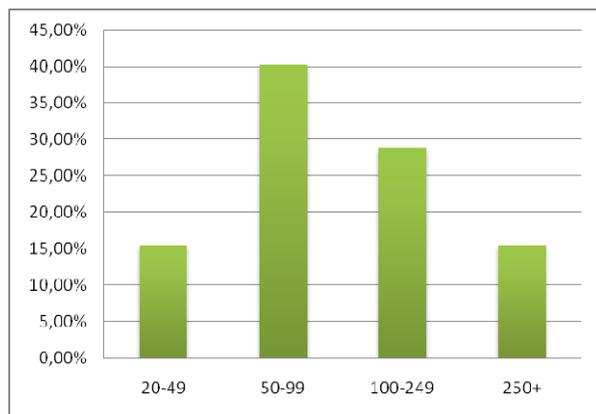
Di conseguenza, pare utile sottolineare che i risultati ottenuti da questa seconda analisi, soprattutto quella disaggregata, vadano presi con la cautela che occorre in questi casi.

La suddivisione del sotto campione per classe dimensionale vede la presenza di un maggior numero di società nella classe 50-99 (40,21% del totale delle imprese), il cui peso è quasi raddoppiato rispetto al campione originario. (Figura 4.1).

Discorso analogo vale anche per le classi con 100-249 e più di 250 addetti, il cui peso raggiunge il 15,46% del totale.

Si è ridotta, invece, la percentuale di aziende comprese nella classe 20-49 addetti, che da 27,96% passa a 15,46%.

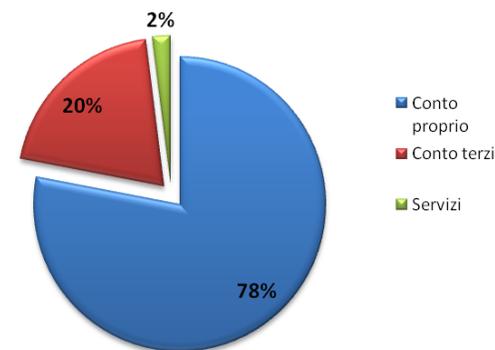
Figura 4.1 – Imprese per numero di addetti in % del totale



Fonte: nostra elaborazione su dati Metalnet

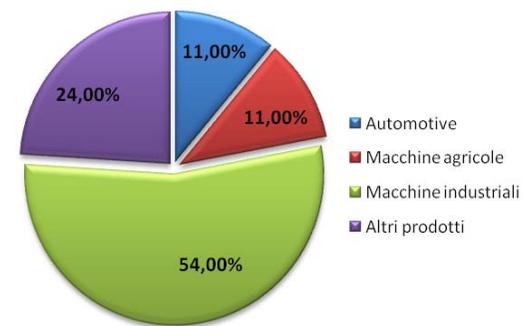
A livello di tipologia e specializzazione produttiva la disaggregazione in classi mostra risultati simili a quelli ottenuti in sede di analisi globale (Figure 4.2 e 4.3): le imprese conto proprio rimangono le più diffuse, seguite dalle imprese conto terzi e da quelle di servizi, mentre in termini di comparto, il settore più numeroso è quello delle *macchine e impianti industriali*, seguito da *altri prodotti* e, solo in un'ultima istanza da *automotive* e *macchine agricole*.

Figura 4.2 – Imprese per tipologia in % del totale



Fonte: nostra elaborazione su dati Metalnet

Figura 4.3 – Imprese per specializzazione produttiva in % del totale



Fonte: nostra elaborazione su dati Metalnet

I bilanci del gruppo di imprese in oggetto non hanno dato particolari problemi, in termini di scelte metodologiche, rispetto a quelli emersi nell'analisi svolta sul campione complessivo.

In primo luogo non è stato necessario eliminare società con patrimonio netto negativo, poiché già non erano presenti.

Come nel caso dell'analisi sul campione di 211 aziende è stato, invece, necessario depurare il campione da alcune società, poiché queste presentavano valori estremamente elevati e abbastanza a sé stanti: si è scelto di eliminare tre imprese, che già erano state eliminate nell'analisi precedente.

Dunque, il campione, che si è ridotto a 97 imprese, comprende tutte società che erano presenti anche nell'analisi descritta nel capitolo precedente.

Per quanto riguarda gli indicatori con risultato operativo e risultato ante imposte a denominatore, la scelta è stata, come avvenuto nell'analisi precedente, quella di considerarne il valore assoluto.

Un problema che si è invece posto in modo più rilevante rispetto all'analisi sul campione di 211 imprese ha riguardato quegli indicatori (come ad esempio il ROI), il cui valore medio non coincide con il prodotto della media delle sue componenti. Se a livello di singola società, infatti, i vari indicatori non presentano anomalie e la relazione moltiplicativa è rispettata, tale relazione viene meno sia nel calcolo del valore medio sul triennio per ogni società e, soprattutto, nel successivo calcolo della media di settore. Detto in altri termini, il prodotto tra ROS e *capital turnover* coincide con il dato del ROI solo se si prendono i singoli dati societari. Nel momento in cui si passa ai dati medi, la relazione moltiplicativa viene meno.

Come si vedrà meglio nel paragrafo 4.3, tale problema assume rilievo soprattutto nella disaggregazione dimensionale: infatti, i valori delle singole componenti del ROI (ROS e *capital turnover*) non sembrano coerenti con il valore dell'indicatore che concorrono a formare.

Per ovviare a tale problema, si è deciso, ove era necessario, di considerare separatamente l'indicatore e le sue componenti, senza necessariamente cercare di individuare una relazione moltiplicativa puntuale.

4.2 La struttura degli investimenti e delle fonti di finanziamento

Come già sottolineato nel capitolo 2, lo stato patrimoniale riclassificato per aree funzionali consente di suddividere le voci di bilancio in base alla gestione che le ha prodotte. Tale informazione è molto utile, perché consente, tra le altre cose, di analizzare le poste per la natura delle medesime e di conseguenza, valutare la capacità dell'impresa di creare ricchezza tramite il suo *core business*. Se ciò accade, la gestione operativa può essere definita "virtuosa" mentre altrettanto non può dirsi per le imprese che devono la maggior parte della propria redditività ad investimenti non strettamente operativi, come ad esempio quelli legati alla liquidità o alle attività accessorie; quest'ultime, in quanto non strettamente necessarie all'azienda per svolgere la propria attività produttiva, non dovrebbero infatti essere la principale fonte di ricchezza.

Quindi, tramite questa riclassificazione, si è in grado di analizzare in modo più approfondito la gestione.

Da un primo sguardo alla struttura degli investimenti delle società in oggetto si evince, com'era prevedibile attendersi, che il peso delle attività monetarie e accessorie è piuttosto contenuto (tabella 4.1). All'interno dell'area monetaria sono ricomprese le voci relative alla liquidità dell'impresa (cassa, banche...), mentre la gestione accessoria riguarda tutti gli investimenti che l'impresa potrebbe dismettere in ogni momento senza per questo compromettere la propria attività caratteristica (ad esempio investimenti in immobili che vengono dati in locazione).

In termini mediani il contributo di tali voci al complesso degli investimenti è ancora più ridotto.

All'interno delle attività operative è possibile distinguere le attività operative correnti che, come già sottolineato, comprendono tutte le attività che vengono ripetute seguendo il ciclo produttivo, e le attività operative non correnti (o strutturali), ossia quelle operazioni che, seppur funzionali alla produzione e vendita, riguardano fattori produttivi durevoli, impiegati per più cicli produttivi.

Dai dati pare emergere abbastanza chiaramente che gli investimenti in attività correnti sono più importanti di quelli strutturali, il che significa che tali imprese investono una quota maggiore del loro capitale in attività del processo produttivo che si ripetono nel tempo, più che in acquisizioni di fattori produttivi durevoli (il cui valore si assesta intorno al 23%).

Tabella 4.1 – Composizione dello stato patrimoniale (dati in % del totale attivo)

	Media	Dev. St.	Mediana
Attività operative	91,49	9,18	95,49
<i>Strutturali</i>	23,42	14,78	21,31
<i>Correnti</i>	68,07	14,72	69,78
Attività monetarie	8,00	8,83	4,40
Attività accessorie	0,50	1,18	0,10

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.2 - Composizione dell'attivo corrente (dati in % del totale attivo corrente)

	Media	Dev. St.	Mediana
Crediti commerciali	57,43	12,58	57,93
Altri crediti correnti	10,17	7,56	7,75
Magazzino	32,40	13,75	32,89

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

E' dunque possibile affermare che il fabbisogno di risorse legato alla gestione corrente è, nel suo complesso pari al 68,07% del totale attivo.

All'interno di queste attività correnti sono compresi i crediti commerciali (ossia quelli sorti nei confronti dei clienti), le rimanenze e crediti correnti di altro tipo (come ad esempio i crediti tributari o ratei e risconti).

Il peso consistente dell'investimento corrente pare per lo più dovuto alla presenza dei crediti commerciali (57,43%), seguiti dal magazzino (32,40%). E' infatti in queste due voci che le imprese investono buona parte del capitale destinato alla gestione corrente (tabella 4.2).

Tuttavia, osservando solo gli impieghi, non si ottiene un'indicazione circa il fabbisogno netto, ossia quello ottenuto sottraendo alle attività correnti le eventuali passività correnti.

Infatti, la presenza di debiti che sorgono a seguito del normale svolgersi della gestione evidenzia la capacità dell'impresa di ottenere dei finanziamenti "impliciti", cioè delle risorse che le permettono di ridurre il suo effettivo fabbisogno, ma per le quali non è tenuta a pagare una remunerazione esplicita.

Prima di stabilire, dunque, la reale necessità di risorse di cui l'impresa deve disporre per poter sostenere la propria attività corrette, occorre considerare la struttura finanziaria.

Osservando la tabella 4.3, si ha una conferma della situazione di scarsa capitalizzazione che caratterizza le imprese di questo campione: proprio come osservato in sede dell'analisi svolta

Tabella 4.3 – Struttura finanziaria (dati in % del totale passivo)

	Media	Dev. St.	Mediana
Patrimonio netto	27,41	15,74	23,31
Debiti finanziari	31,44	17,76	29,34
Debiti correnti	41,11	13,24	39,71

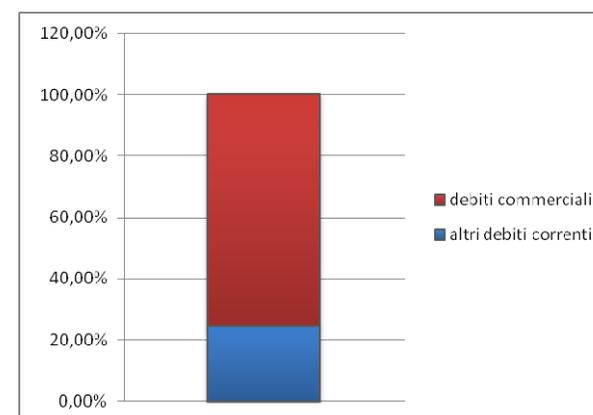
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

sul campione di 211 imprese, infatti, il valore medio dei mezzi propri non supera il 28% del totale attivo (il valore mediano è ancora più basso).

Quello che invece non si era in grado di stabilire sulla base dello stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio finanziario, e che ora invece emerge, riguarda l'articolazione della voce "debiti".

Dallo stato patrimoniale riclassificato per aree gestionali, infatti, la disaggregazione di questa voce dà luogo a due componenti: i debiti correnti e quelli debiti finanziari.

I primi sono quelli che si formano in virtù dello svolgimento dell'attività dell'impresa (rapporti coi fornitori, debiti di natura tributaria ...) e che si ripetono col susseguirsi dei cicli produttivi. I debiti finanziari, invece, sono debiti onerosi, nel senso che prevedono una remunerazione esplicita (oneri), e nascono in virtù della negoziazione di un contratto che l'impresa decide di stipulare con un finanziatore.

Figura 4.4 – Composizione della voce debiti correnti (dati in % della voce debiti correnti)

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

E' evidente dunque che per l'impresa è diverso detenere debiti di un tipo piuttosto che dell'altro, in primo luogo per il fatto che solo quelli finanziari prevedono un costo esplicito che l'impresa deve essere in grado di coprire tramite la propria gestione operativa; in secondo luogo, perché quelli correnti permettono di trasferire parte del fabbisogno sui fornitori (grazie all'ottenimento di dilazioni di pagamento) e di ridurre, quindi, il fabbisogno finanziario complessivo.

Nel caso del campione in oggetto, la maggior parte dei debiti è di natura corrente (41,11%); ciò indica che tali imprese riescono in media a ridurre il proprio fabbisogno lordo necessario per lo svolgimento della loro attività di circa il 40% tramite le passività che si generano nel corso della gestione corrente; in particolare, dalla figura 4.4 nota chiaramente che la maggior parte dei debiti correnti è di natura commerciale.

La componente finanziaria del debito è in realtà dunque pari al 31,44% del totale passivo, il che equivale a dire che l'azienda richiede a soggetti terzi finanziamenti pari a circa un terzo del totale delle fonti di cui dispone.

All'interno poi della voce debiti finanziari, come emerge dalla tabella 4.4, la componente più importante è quella dei debiti verso banche, soprattutto a breve termine (34,95%).

Ciò appare in linea con quanto comunemente osservato per le imprese italiane, per le quali il ricorso all'indebitamento bancario rappresenta il principale strumento per finanziare la propria attività.

Tabella 4.4 – Debiti bancari su debiti finanziari (dati in %)

	Media	Dev. St.	Mediana
Debiti vs Banche a breve	34,95	25,19	34,68
Debiti vs Banche a lungo	18,17	16,42	17,28

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Risulta perciò ora più chiara la reale situazione di indebitamento delle imprese del campione: nella riclassificazione finanziaria, infatti, il debito veniva preso nel suo complesso (a breve e a lungo), senza discernere tra quello effettivamente negoziato e quello corrente. Di conseguenza il livello medio di indebitamento risultava molto più elevato (quasi 75% del totale delle fonti). Ora, potendo distinguere, si osserva che l'effettivo ricorso ai capitali di terzi raggiunge circa il 30% del totale delle fonti, e che la maggior parte di questo indebitamento è nei confronti delle banche.

Data la struttura dell'attivo e del passivo, è utile ora soffermarsi sui principali aggregati che esprimono il fabbisogno finanziario dell'impresa: il capitale circolante netto commerciale (di cui si è già in parte accennato) e il capitale investito netto operativo.

Il primo è dato dalla differenza tra le attività correnti (crediti e magazzino) e le passività correnti. Esso, dunque, fornisce informazioni diverse rispetto all'omonimo aggregato in senso finanziario, poiché misura il capitale necessario allo svolgimento dell'attività operativa di natura corrente.

Se positivo, infatti, il circolante commerciale è interpretabile come il fabbisogno generato dalle gestione corrente che richiede, quindi, adeguata copertura tramite mezzi propri o, più facilmente, capitali di terzi; se negativo, invece, è sintomo di una disponibilità di risorse che la gestione corrente è stata in grado di creare e che può dunque essere investita altrove.

La tabella 4.5 mostra che il capitale circolante raggiunge in media circa il 27% del totale attivo. Si tratta di un valore sostanzialmente simile a quello mediano (e con una deviazione standard non troppo elevata); da ciò è possibile dedurre che la situazione all'interno del campione è abbastanza omogenea.

Tabella 4.5 – Aggregati di struttura patrimoniale (dati in % del totale attivo)

	Media	Dev. St.	Mediana	D.I.
Capitale circolante commerciale	26,96	18,22	28,43	24,28
Capitale investito netto operativo	50,38	18,09	53,34	16,68

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Altre indicazioni riguardo la capacità delle imprese di gestire il proprio investimento in circolante emergeranno in sede di analisi della durata media di crediti, debiti e scorte, che verrà affrontata nei paragrafi relativi alla redditività.

Il fabbisogno generato dall'intera gestione operativa è espresso dal capitale investito netto operativo: tale aggregato si ottiene, infatti, dalla somma del capitale circolante commerciale e del valore delle immobilizzazioni, ossia degli investimenti legati a fattori produttivi durevoli. Nel caso del campione in oggetto esso raggiunge quasi il doppio del fabbisogno corrente.

Dai dati emerge, dunque, che per sostenere lo svolgimento dell'attività caratteristica, le imprese devono reperire fonti di finanziamento per un importo pari a circa la metà del capitale investito.

Detto in altri termini, le risorse che le imprese devono essere in grado di reperire per finanziarie la propria attività *core* sono pari al 50,38% (e non al 91,49%, valore che invece

esprimeva gli investimenti lordi in attività operative), dal momento che parte del fabbisogno è coperto dalle dilazioni concesse dai fornitori.

Per riassumere, le principali informazioni che è stato possibile ricavare da questa prima analisi e che concorrono a chiarire l'effettiva struttura patrimoniale/finanziaria dell'impresa, riguardano l'articolazione del debito e il fabbisogno di risorse.

L'indebitamento vero e proprio, infatti, appare ridimensionato rispetto a quanto emerso nel capitolo precedente, e pari a circa il 30% del totale delle fonti.

Per quanto concerne il fabbisogno, nel capitolo precedente le uniche informazioni ricavabili erano relative all'equilibrio di breve periodo, ossia, come più volte ribadito, alla capacità dell'impresa di far fronte alle passività a breve tramite la liquidazione di attività di pari durata. In questa sede, invece, è stato possibile valutare l'effettivo fabbisogno generato dalla gestione operativa nel suo complesso, oltre che in termini correnti, anche strutturali. Tale fabbisogno è espressione dunque dei capitali necessari a sostenere la gestione operativa ed è al netto di quanto le imprese sono riuscite a traslare sui fornitori tramite le dilazioni di pagamento.

L'aggregato del fabbisogno permette di comprendere se e quanto l'impresa è in grado di finanziare la propria attività semplicemente tramite le passività che si generano in virtù dello svolgimento dei processi produttivi, o se e quanto è invece costretta a trovare altre risorse. Queste risorse sono per il 30% capitali presi a prestito.

4.2.1 Analisi disaggregata per classe dimensionale

Come è emerso in sede di descrizione della composizione del campione, dalla disaggregazione per classe dimensionale emerge che le uniche imprese rappresentate nel sotto campione sono quelle con un numero di addetti superiore a 20.

Uno dei primi aspetti che si osserva, pur con qualche eccezione, è la relazione tra classe dimensionale e struttura patrimoniale (già osservata peraltro in sede di analisi sul campione originario).

Tale aspetto risulta evidente già dalla composizione degli investimenti di natura operativa: dai dati della tabella 4.6, si nota, infatti, che il livello di investimenti in attività strutturali tende ad aumentare con la dimensione sia in termini medi che mediani, fatta eccezione per la classe con 100-249 addetti.

Tabella 4.6 – Composizione dell'attivo operativo per classe dimensionale (dati in % del totale attivo operativo)

	<i>Immobilizzazioni</i>			<i>Attivo corrente</i>		
	Media	Dev. St.	Mediana	Media	Dev. St.	Mediana
1-5	-	-	-	-	-	-
6-19	-	-	-	-	-	-
20-49	21,11	13,36	22,39	78,89	13,36	77,61
50-99	26,55	16,63	23,11	73,45	16,63	76,89
100-249	23,59	15,32	20,06	76,41	15,32	79,94
250+	29,68	14,11	27,33	70,32	14,11	72,67

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Le imprese della classe con più di 250 addetti si riconfermano, quindi, come quelle maggiormente impegnate in investimenti di questo tipo (sia osservando i dati i medi che quelli mediani).

La tabella mostra, inoltre, che in tutte le imprese del sotto campione l'investimento in attività di tipo strutturale non supera mai il 30% e dunque le attività correnti rimangono la componente prevalente degli investimenti operativi.

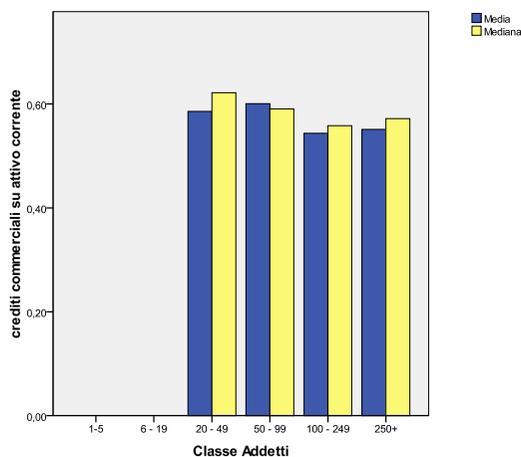
Anche se si passa ad analizzare le voci che compongono gli investimenti correnti (crediti e magazzino), pare di poter individuare una qualche relazione con la dimensione aziendale; infatti, a livello mediano, spostandosi verso le classi con un maggior numero di addetti si riduce l'incidenza dei crediti correnti e aumenta quella delle rimanenze (tabella 4.7).

Tabella 4.7 – Composizione dell'attivo corrente per classe dimensionale (dati in % dell'attivo corrente)

	<i>Crediti correnti</i>			<i>Rimanenze</i>		
	Media	Dev. St.	Mediana	Media	Dev. St.	Mediana
1-5	-	-	-	-	-	-
6-19	-	-	-	-	-	-
20-49	72,01	16,37	75,48	27,99	16,37	24,52
50-99	70,01	13,87	68,71	29,99	13,87	31,29
100-249	63,85	13,88	64,60	36,15	13,88	35,40
250+	63,92	7,46	62,43	36,08	7,46	37,57

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 4.5 – Crediti commerciali per classe dimensionale (in % della voce attivo corrente)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Le classe di imprese che registra la maggior percentuale di crediti correnti è quella 20-49 addetti, mentre il valore più basso è ottenuto dalla fascia di maggiori dimensioni.

Non si riscontrano notevoli differenze a livello di percentuale di crediti commerciali su attivo corrente; come si osserva dalla figura 4.5, infatti, il peso di questa voce è abbastanza simile in tutte le classi, mostrando soltanto un lieve calo all'aumentare delle dimensioni. Il valore inferiore lo si riscontra per le imprese con 100-249 addetti.

Sembrerebbe dunque che le imprese più grandi investano in misura maggiore rispetto alle piccole in scorte, mentre per quelle inferiori è maggiore il peso della componente crediti verso clienti.

Tabella 4.8 - Patrimonio netto per classe dimensionale (valori in % del totale passivo)

	Media	SD	Mediana
1-5	-	-	-
6-19	-	-	-
20-49	27,80	19,60	21,64
50-99	27,93	17,17	29,42
100-249	29,62	13,63	30,09
250+	21,55	10,41	18,72

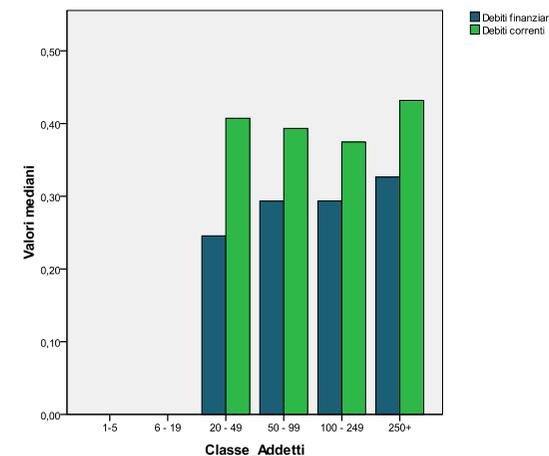
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Passando ad analizzare la composizione del passivo, dalla tabella 4.8 si osserva che, a parte la classe con più di 250 addetti (che presenta la minor capitalizzazione media e mediana), per le altre classi il valore dei mezzi propri tende ad aumentare con la dimensione. Tale tendenza conferma quanto è stato osservato in sede di analisi aggregata, ossia il fatto che le imprese più grandi sembrano essere più solide. Tra queste, le imprese con 100-249 addetti presentano il dato medio e mediano più elevato.

Per quel che riguarda il livello di indebitamento, sembra che le dimensioni aziendali determinino un diverso ricorso ai capitali di terzi: sono le classi di maggiori dimensioni, infatti, quelle che mostrano i più alti valori di debiti finanziari (figura 4.6). In particolare, per le imprese con più di 250 addetti ciò può essere dovuto al minor peso dei mezzi propri che, nonostante il buon livello di passività correnti, comporta per queste imprese il ricorso all'indebitamento finanziario in misura maggiore.

Per le classi inferiori, invece, l'aumento della componente finanziaria del debito sembra andare di pari passo con la riduzione del livello di passività di tipo funzionale. Infatti, come già sottolineato, un basso livello della componente corrente del debito comporta per le imprese una minor capacità di copertura del fabbisogno lordo tramite passività di tipo funzionale e, dunque, la necessità di forme di finanziamento alternative.

Figura 4.6 – Struttura finanziaria per classe dimensionale (dati in % del totale passivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Il valore dei debiti finanziari, comunque, rimane sotto il 35% per ogni classe dimensionale, valore nettamente inferiore a quello ottenuto in sede di analisi del campione di 211 imprese.

La dimensione aziendale pare non essere determinante invece per quello che riguarda il tipo di contratto di finanziamento (Tabella 4.9): il debito bancario, infatti, rappresenta in tutte le classi una delle componenti più importanti (in alcune soprattutto quello a breve termine), anche se con percentuali diverse. In termini mediani, le imprese con un numero di addetti compreso tra 100 e 249 sembrano ricorrere in modo più intenso all'indebitamento bancario a breve termine.

Tabella 4.9 – Debiti bancari su debiti finanziari (dati in %) per classe dimensionale

	<i>Debiti bancari a breve</i>			<i>Debiti bancari a lungo</i>		
	Media	Dev. St.	Mediana	Media	Dev. St.	Mediana
1-5	-	-	-	-	-	-
6-19	-	-	-	-	-	-
20-49	41,22	28,94	34,68	16,99	20,05	10,90
50-99	34,15	23,67	34,32	18,45	14,86	19,83
100-249	38,23	27,87	41,71	16,51	16,60	11,52
250+	24,63	17,72	25,42	21,72	17,18	23,55

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Data la struttura dell'attivo e del passivo patrimoniale, è possibile determinare il fabbisogno di capitali necessari alle imprese per sostenere la propria attività.

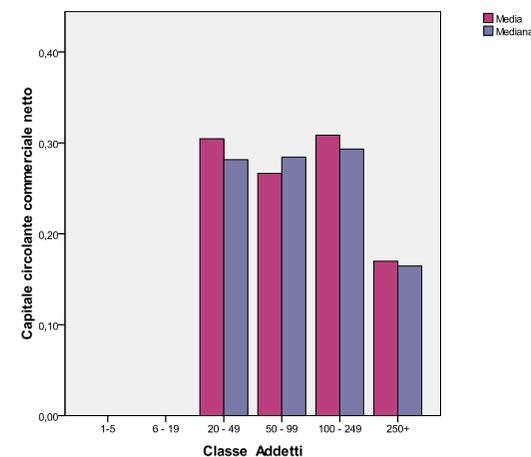
La figura 4.7 mostra l'andamento del capitale circolante e permette di notare che il valore inferiore è ottenuto dalla classe con più di 250 addetti; ciò è in linea con quanto osservato in merito al minor peso dell'investimento corrente da un lato, e al maggior livello di passività correnti dall'altro.

Le altre classi mostrano andamenti più o meno simili, ma lievemente in aumento in termini mediani.

Anche per quello che riguarda il capitale investito netto operativo, sembra di poter individuare un tendenziale aumento dei valori mediani con la dimensione aziendale (Figura 4.8). Questo risultato è in linea con quanto osservato a proposito della composizione delle attività operative, che vede un aumento della componente strutturale per le imprese più grandi.

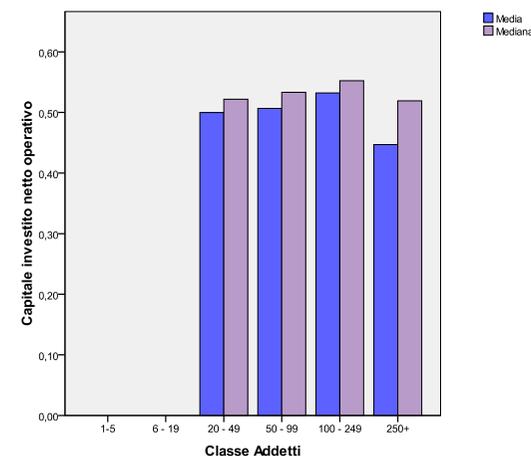
Il dato apparentemente a sé stante della classe con più di 250 addetti, può essere spiegato dal fatto che il basso fabbisogno di circolante riesce a compensare anche il maggior investimento in attività strutturali che caratterizza questa classe.

Figura 4.7 – Capitale circolante netto commerciale per classe dimensionale (in % del totale attivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 4.8 – Capitale investito netto operativo per classe dimensionale (in % del totale attivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

In conclusione, da questa prima analisi sembra di poter individuare, così come visto per l'analisi svolta nel capitolo 3 un legame tra classe dimensionale e andamento dei principali indicatori di struttura patrimoniale e finanziaria.

A differenza però dell'analisi precedente, è stato possibile stabilire l'effettivo peso della componente finanziaria del debito, che pare più rilevante per le imprese di maggiori dimensioni a causa della bassa capitalizzazione.

Un secondo ordine di informazioni importanti riguarda il dato relativo al fabbisogno, commerciale e strutturale, che raggiunge i livelli inferiori per la classe di imprese più grandi, grazie principalmente ad un maggior peso della componente corrente del debito, che riesce in alcuni casi riesce addirittura a compensare i maggior investimenti di tipo strutturale.

Per le altre tre classi il fabbisogno da attività circolanti e strutturali è in crescita con l'aumentare delle dimensioni. Ciò equivale a dire che per tali imprese occorrono più risorse per sostenere la gestione operativa.

4.2.2 Analisi disaggregata per tipologia di impresa

Se disaggregate per tipologia, le società si articolano in 75 che lavorano in conto proprio, 20 in conto terzi e 2 di servizi. E' ovvio sottolineare che effettuare analisi su classi composte da un così ridotto numero di elementi rischia di portare a risultati poco significativi. Di conseguenza tali risultati presi con la massima cautela.

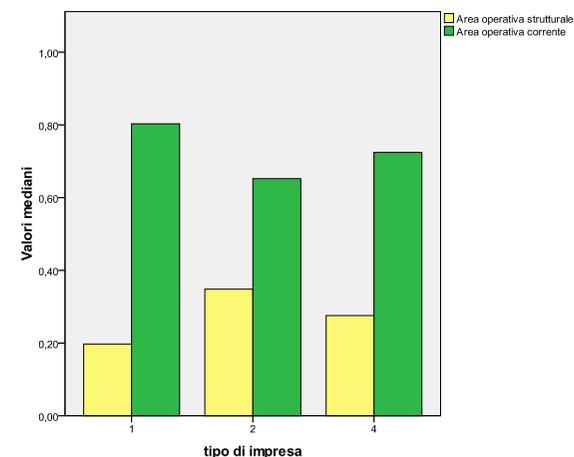
L'analisi della gestione operativa non presenta differenze rispetto a quanto visto finora: la parte corrente degli investimenti operativi rimane quella principale in tutte le tipologie.

Quello che si nota è che le imprese conto terzi mostrano una maggior quota di investimenti di tipo strutturale (Figura 4.9); parrebbe, dunque, che le imprese che eseguono lavorazioni, componenti e prodotti finiti per conto di altre società impieghino una quota maggiore dei propri investimenti in fattori produttivi durevoli (34,80% del totale delle attività operative).

Tale risultato è simile a quanto osservato nel capitolo precedente, in cui era emerso che le imprese conto terzi registravano la più alta percentuale di investimenti di lungo periodo (cfr. par 3.4); pare dunque possibile supporre che la maggior parte di quegli investimenti sia di natura operativa.

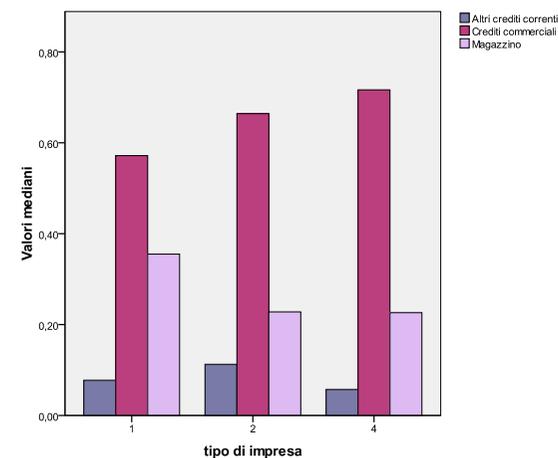
Le imprese conto proprio sono invece quelle per le quali tale componente è inferiore.

Figura 4.9 – Composizione delle attività operative per tipologia di impresa (in % delle attività operative)



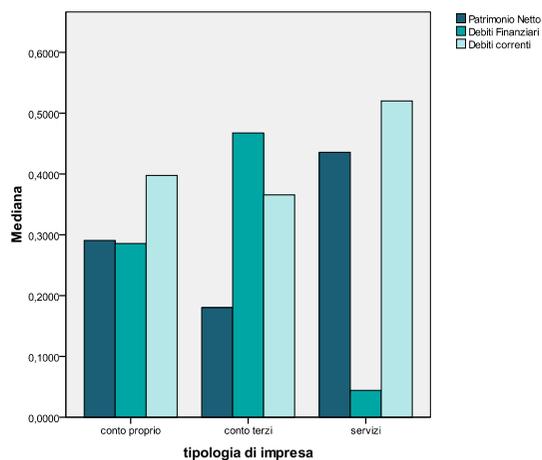
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 4.10 – Composizione delle attività correnti per tipologia di impresa (in % delle attività correnti)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 4.11 – Struttura finanziaria per tipologia di impresa (in % del totale passivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Andando ad esplorare la composizione dell'attivo corrente di tali imprese, in termini mediani si osserva che, pur rimanendo i crediti commerciali la voce più importante (57,18%), l'incidenza del magazzino è maggiore di quella delle altre tipologie di imprese (Figura 4.10).

Le imprese di servizi e conto terzi mostrano percentuali simili di crediti correnti, ma sono le prime quelle maggiormente dotate della voce crediti commerciali (rispettivamente 71,64% e 66,43%).

Per quanto riguarda la struttura del passivo, le imprese di servizi risultano molto più capitalizzate delle altre due tipologie (Figura 4.11). Questo risultato appare in contrasto con quanto emerso nel capitolo precedente, in cui si era osservato che erano le imprese conto proprio a registrare i più alti livelli di mezzi propri, seguite dalle conto terzi e, in ultimo, dalle imprese di servizi. Tuttavia, non va dimenticato che in questo gruppo sono ricomprese solamente due imprese e che quindi il valore medio ottenuto è poco significativo.

Osservando la figura 4.11 sembra di poter dedurre che il tipo di ruolo svolto nella filiera determini un diverso ricorso all'indebitamento; le imprese conto terzi mostrano infatti un'elevata percentuale di debiti finanziari, dovuta da un lato alla minor capitalizzazione e al minor livello di passività correnti.

Il maggior ricorso ai debiti finanziari che caratterizza le imprese le conto terzi si traduce anche in un maggior peso dei debiti bancari sul totale (Tabella 4.10); nel complesso il 66,88% è composto da debiti verso banche, composto dal 45,08% a breve termine e dal 21,80% a lungo termine.

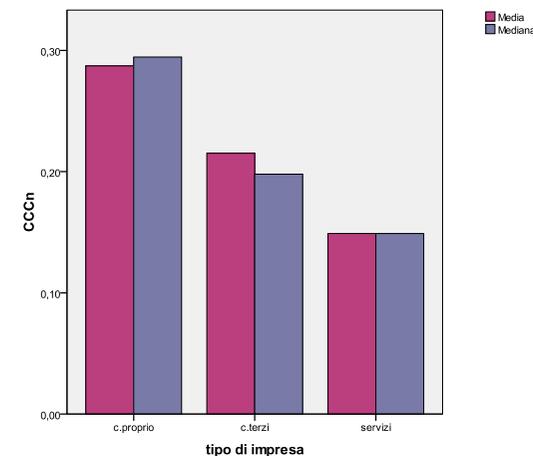
La prevalenza dei debiti con scadenza entro l'esercizio rispetto a quelli a lungo termine è una tendenza che si riscontra in tutte e tre le tipologie di imprese.

Tabella 4.10 – Debiti bancari su debiti finanziari (dati in %) per tipologia di impresa

	Debiti bancari a breve			Debiti bancari a lungo		
	Media	Dev. St.	Mediana	Media	Dev. St.	Mediana
Conto proprio	34,11	24,94	34,32	17,30	15,54	15,71
Conto terzi	41,60	24,58	45,08	23,24	18,89	21,80
Servizi	0,04	0,05	0,04	0,00	0,00	0,00

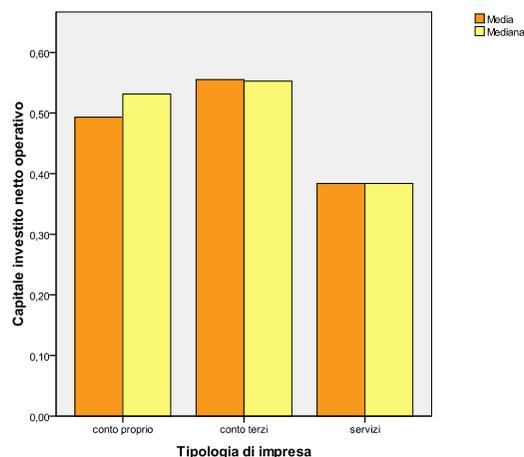
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 4.12 – Capitale circolante netto commerciale per tipologia di impresa (in % del totale attivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 4.13 – Capitale investito netto operativo per tipologia di impresa (in % del totale attivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Dalla figura 4.12 relativa al capitale circolante, risulta evidente che per le imprese conto proprio e conto terzi tale fabbisogno sia maggiore rispetto a quelle di servizi: questo può essere in parte dovuto alla maggior quota di debiti correnti di queste ultime, che sono quindi maggiormente in grado di scaricare parte del loro fabbisogno sui fornitori.

Le imprese conto proprio, invece, devono il loro maggior fabbisogno alla maggior percentuale di attività correnti in cui investono.

Per quel che riguarda, invece, il fabbisogno operativo netto (Figura 4.13), sono le imprese conto terzi a mostrare il maggior fabbisogno: esse sono infatti quelle imprese per le quali la componente strutturale della gestione operativa assume il peso più rilevante.

Le imprese di servizi rimangono comunque quelle con il minor fabbisogno operativo.

In conclusione, se disaggregate per tipologia, le imprese mostrano alcune differenze a livello di struttura patrimoniale: le imprese conto proprio sono quelle che registrano la maggior quota di attività correnti; per tali imprese la percentuale di investimento in magazzino è maggiore che nelle altre tipologie, anche se la voce crediti commerciali rimane sempre preponderante.

E probabilmente proprio a causa del maggior investimento in attività correnti, sono le imprese in cui il valore del capitale circolante è più elevato.

Le imprese conto terzi presentano i maggiori investimenti nella gestione operativa strutturale, e ciò contribuisce, tra le altre cose a far sì che il loro fabbisogno operativo sia il più consistente tra le tre tipologie.

Le imprese di servizi presentano il minor livello di fabbisogno sia corrente che strutturale.

La struttura finanziaria mostra differenze piuttosto rilevanti: le imprese conto terzi si rivelano quelle che ricorrono in misura maggiore all'indebitamento e, soprattutto, a quello bancario. Tale situazione si accompagna ad una scarsa capitalizzazione e alla più bassa percentuale di passivo corrente.

4.2.3 Analisi disaggregata per specializzazione produttiva

Dalla ripartizione del campione per specializzazione produttiva si ottengono classi numericamente disomogenee: vi sono infatti 11 imprese del comparto *automotive* e 11 nel comparto *macchine agricole*; 52 sono le aziende che compongono il comparto *macchine e impianti industriali* e, infine, 23 quelle che operano nel comparto *altri prodotti*.

Il settore *automotive* è quello in cui la maggior parte dell'attivo è investito nella componente strutturale (Figura 4.14). Questo significa che per tali imprese pare meno rilevante la quota di investimenti relativi a processi produttivi ripetitivi.

Le imprese specializzate in *macchine agricole*, invece, sono quelle per le quali gli investimenti originati dalla gestione operativa corrente risultano preponderanti.

Tale andamento è molto simile a quello osservato nel capitolo 3.; da ciò è possibile dedurre che la maggior parte del capitale fisso di queste imprese sia in buona parte relativo ad investimenti di tipo operativo.

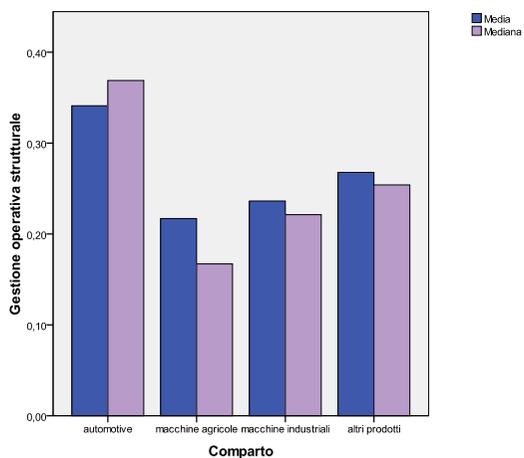
A livello di attività correnti, le differenze tra i comparti sono meno significative (Figura 4.15): i crediti commerciali si confermano la componente più importante, seguiti dal magazzino.

Sembra, dunque, che il tipo di specializzazione produttiva non abbia ripercussioni sulla struttura dell'attivo corrente.

Maggiori differenze emergono, invece, nella struttura delle fonti di finanziamento (Tabella 4.11).

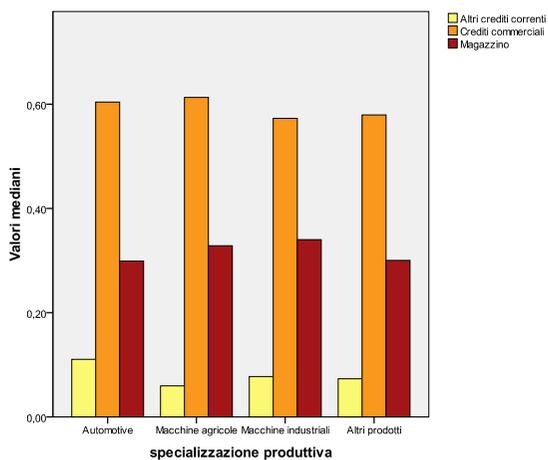
Le imprese del settore *altri prodotti* sono le meno capitalizzate (con un livello di mezzi propri mediano al 18,10%). Di conseguenza, e dato che la componente corrente del debito è una delle più basse, si tratta delle imprese in cui il ricorso ai capitali di terzi è più importante (figura 4.16).

Figura 4.14 – Attività operative strutturali per specializzazione produttiva (in % del totale attivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 4.15 – Composizione delle attività correnti per specializzazione produttiva (in % delle attività correnti)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.11 – Struttura finanziaria per specializzazione produttiva (dati in % del totale passivo)

	Patrimonio netto			Debiti correnti		
	Media	Dev. St.	Mediana	Media	Dev. St.	Mediana
Trasporto / Automotive	23,10	14,09	21,64	46,02	22,08	39,84
Macchine agricole	26,03	16,17	19,96	43,57	11,94	44,57
Macchine industriali	30,63	15,43	30,02	40,30	11,84	38,26
Altri prodotti	22,85	16,22	18,10	39,41	11,59	39,72

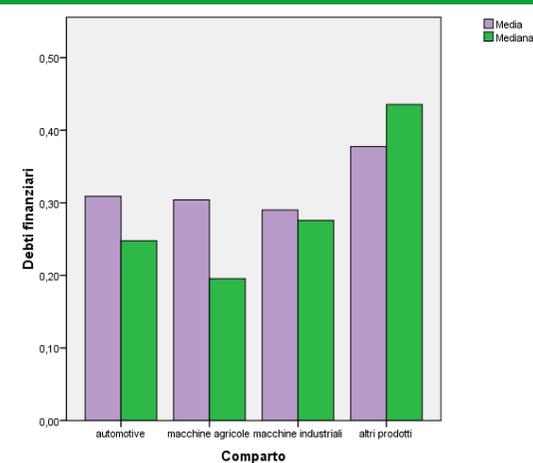
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.12 – Incidenza della componente bancaria del debito (dati in % della voce debiti finanziari) per specializzazione produttiva

	Debiti bancari a breve			Debiti bancari a lungo		
	Media	Dev. St.	Mediana	Media	Dev. St.	Mediana
Trasporto / Automotive	24,76	23,75	28,95	13,88	21,14	0,00
Macchine agricole	37,70	25,91	44,55	18,27	18,19	22,46
Macchine industriali	31,44	22,75	30,15	17,83	14,90	17,67
Altri prodotti	46,46	27,99	48,59	20,95	17,05	17,29

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 4.16 – Debiti finanziari per specializzazione produttiva (in % del totale passivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Al contrario, il settore *macchine agricole* sembra essere quello meno indebitato: pur non essendo infatti il comparto con il maggior livello di mezzi propri (19,96%), mostra un netta prevalenza della componente corrente del debito (44,57%).

Inoltre, pare essere il settore che maggiormente ricorre a debiti bancari (in termini mediani), seguito dal comparto *altri prodotti* (tabella 4.12).

Anche il tipo di specializzazione produttiva comunque pare non incidere sulla durata del finanziamento contratto con gli intermediari bancari: la componente a breve risulta infatti quella più consistente in tutti i comparti.

Il settore *automotive* mostra un fabbisogno di capitale circolante mediano decisamente inferiore rispetto agli altri comparti (figura 4.17). Questo può essere dovuto da una lato ai minori investimenti in attivo corrente rilevati per questo comparto e dall'altro alla maggiore incidenza della componente debiti correnti che contribuisce a ridurre un fabbisogno già di per sé non troppo elevato.

Il settore *macchine agricole*, invece, probabilmente deve il suo maggior fabbisogno ad un investimento più importante in attivo corrente, tale da superare anche l'effetto della maggior percentuale di debiti funzionali.

Se però si passa ad analizzare il fabbisogno complessivo della gestione operativa, la situazione si modifica (Figura 4.18). In primo luogo si osserva una riduzione della distanza tra i valori dei diversi comparti a causa del diverso peso giocato dalla componente strutturale nelle diverse specializzazioni.

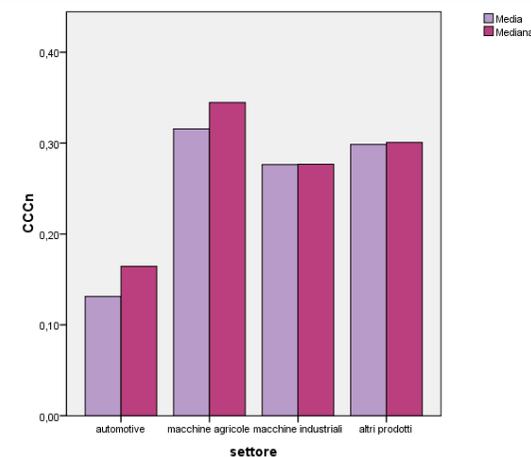
In secondo luogo le imprese operanti nel settore *altri prodotti* si rivelano quelle che necessitano delle maggiori risorse per sostenere la propria gestione operativa.

Il dato più eclatante risulta quello delle imprese operanti nel comparto *automotive*, le quali riducono notevolmente la differenza rispetto agli altri comparti, probabilmente a causa dei maggiori investimenti in attività strutturali che contribuiscono ad aumentare in misura consistente il fabbisogno di risorse.

In termini mediani il capitale investito netto operativo varia tra il 49% e il 58% circa del totale attivo, con le imprese operanti nei comparti *macchine industriali* e *altri prodotti* che registrano i valori più elevati.

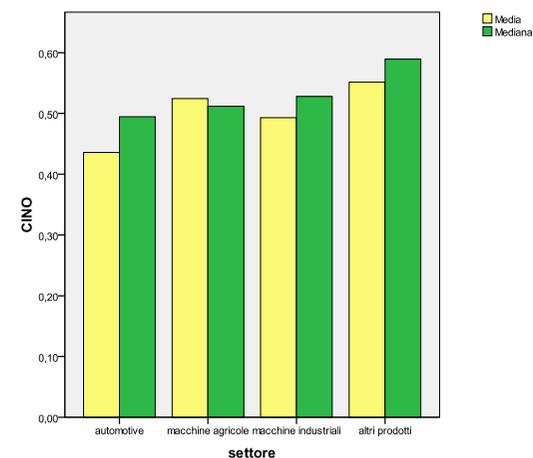
In conclusione, data una struttura patrimoniale e finanziaria rappresentata secondo un criterio funzionale, dall'analisi emerge che i vari comparti mostrano alcune difformità, che non emergevano a livello di riclassificazione finanziaria

Figura 4.17 – Capitale circolante netto commerciale per specializzazione produttiva (in % del totale attivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 4.18 – Capitale investito netto operativo per specializzazione produttiva (in % del totale attivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

In particolare, divergono le percentuali investite in attività correnti e strutturali, sia in termini medi che mediani. La composizione dell'attivo corrente risulta, invece, abbastanza omogenea tra i vari comparti a segnale del fatto che la specializzazione produttiva non pare giocare un ruolo determinante sull'articolazione di tale investimento.

Differenze abbastanza evidenti riguardano invece la struttura finanziaria, poiché a fronte di imprese più capitalizzate, come quelle del settore *macchine agricole*, si osservano invece situazioni di bassa capitalizzazione ed elevato ricorso all'indebitamento (*altri prodotti*): in questo caso, inoltre, la percentuale di debiti bancari sul totale dei debiti finanziari è la più elevata.

In termini di fabbisogno, se si considera quello complessivo della gestione operativa, le differenze tra i comparti sono minori, nonostante i dati più elevati siano raggiunti dai comparti *macchine industriali* e *altri prodotti*.

In realtà, se si considera solo il fabbisogno di circolante, la situazione è più eterogenea e il settore *automotive* è quello in cui tale aggregato assume il peso inferiore, mentre le imprese specializzate nelle *macchine agricole* quello maggiore.

Una volta analizzata la struttura patrimoniale e finanziaria del sotto campione, si affronta ora lo studio dei principali indicatori di *performance*.

4.3 Analisi delle performance

Una dei primi aspetti che pare utile sottolineare osservando i dati relativi alla *performance* del sotto campione (Tabella 4.13), è che la redditività globale di queste imprese, rispetto a quella osservata a livello aggregato, è più bassa sia in termini medi che mediani.

Una possibile spiegazione potrebbe riguardare il fatto che, estraendo dal campione originale solo le imprese in possesso dei bilanci in forma completa, si sono ridotte le imprese di minori dimensioni (mediamente più redditizie) e sono aumentate quelle più grandi (le cui *performance* risultavano peggiori).

Rimane sempre abbastanza elevata la dispersione intorno al dato medio, che in questo caso addirittura supera quella del campione di 211 imprese.

Discorso analogo può esser fatto per il ROA; infatti il *Return on asset* del sottocampione è inferiore a quello calcolato sulle 211 imprese (sia in termini medi che mediani), il che

Tabella 4.13 – Principali indicatori di performance (dati in %)

	Media	Dev. St.	Mediana
ROE sottocampione 97 imprese	1,58	31,20	4,91
ROE campione 211 imprese	5,30	26,65	7,01
ROI sottocampione 97 imprese	22,48	53,46	9,82
ROA sottocampione 97 imprese	6,65	8,02	4,76
ROA campione 211 imprese	7,80	8,19	5,73

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

equivale a dire che la redditività del totale degli investimenti pare essere inferiore a quella del campione completo.

Un aspetto che nel capitolo precedente, invece, non si era stati in grado di indagare riguarda la valutazione della redditività degli investimenti operativi netti, espressa dal ROI e ottenuta dal rapporto $\frac{\text{risultato operativo}}{\text{capitale investito netto operativo}}$.

Nel caso del gruppo di imprese in oggetto tale indicatore raggiunge una media di 22,48%, mentre la mediana rivela che il 50% delle imprese ottiene, in realtà, una redditività operativa più contenuta (pari al 9,82%)¹⁶.

Non stupisce che il ROI sia maggiore del ROA: da un punto di vista puramente matematico, ciò è dovuto al denominatore del ROI, che è inferiore poiché ricomprende solo gli investimenti netti effettuati nell'ambito della gestione operativa. Nel calcolo del ROI non viene ricompreso, infatti, circa quel 9% impiegato in attività extra caratteristiche che non concorre alla formazione del reddito *core*. Inoltre, e questo è essenziale, il capitale investito posto al denominatore del ROI è al netto dei debiti correnti.

Un ulteriore aspetto che merita di essere sottolineato è che la redditività operativa delle imprese esaminate è maggiore di quella globale misurata dal ROE: ciò può essere interpretato come sintomo del fatto che la gestione *core* è piuttosto positiva, ma risente dell'effetto demoltiplicativo svolto dalle altre componenti che contribuiscono alla formazione del ROE.

Questo risultato, a cui non si era giunti con l'analisi svolta nel capitolo 3, può essere interpretato positivamente, poiché mostra che le imprese del campione in realtà non vivono una situazione complessivamente negativa, poiché la loro efficienza nello svolgimento della

¹⁶ Il dato medio del ROI è piuttosto influenzato da due dati anomali (Sir S.p.a e Maserati), dunque il confronto tra i valori mediani appare più opportuno.

gestione operativa assume valori addirittura superiori alla redditività globale; tali valori però subiscono l'erosione da parte delle voci extraoperative.

Tabella 4.14 – Le componenti del ROI

	Media	Dev. St.	Mediana
ROS sottocampione 97 imprese	5,60%	6,20%	4,49%
ROS campione 211 imprese	5,97%	5,65%	5,09%
Capital turnover sottocampione 97 imprese	2,62	7,27	2,10
Capital turnover campione 211 imprese	1,24	0,42	1,17
Rotazione del circolante sottocampione 97 imprese	1,33	24,36	3,49

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.15 – Principali voci del conto economico (dati in % del fatturato)

	Campione 211 imprese		Sottocampione 97 imprese	
	Media	Mediana	Media	Mediana
Consumo materie prime	46,82	46,68	48,92	48,16
Servizi	23,81	20,91	19,77	18,73
Valore aggiunto	31,78	31,31	30,90	31,01
Costo del personale	22,13	20,68	21,27	19,60
MOL	9,50	8,56	9,38	8,59
Risultato operativo	5,97	5,09	5,60	4,49

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Ciò che contribuisce alla formazione del ROI (ossia le sue componenti) sono i margini sulle vendite (ROS) nonché il grado di efficienza mostrata dalle imprese nell'impiego del capitale; in questo caso tale indicatore è ottenuto dal rapporto $\frac{\text{fatturato}}{\text{capitale investito netto operativo}}$, calcolo che non era possibile se effettuato sulla base dei bilanci in forma abbreviata. In questa sede, oltre al calcolo dell'efficienza del capitale effettivamente investito in attività operative, è stato possibile anche stimare la durata media delle voci che compongono il circolante (crediti, scorte e debiti), nonché la durata del ciclo nel suo complesso. Queste informazioni contribuiscono ad integrare quanto già emerso in sede di analisi patrimoniale.

A questo punto è doveroso fare una precisazione circa il ROI e le sue componenti: come già sottolineato nel paragrafo 4.1, dal momento che i dati ottenuti sono dei valori medi (ottenuti a loro volta come media dei valori nei tre esercizi analizzati), è molto meno perfetta la relazione moltiplicativa tra il ROI e le sue componenti.

Detto in altri termini, il prodotto tra le componenti medie del ROI non coincide con il valor medio di questo indicatore.

Tale scarto, che nasce per il fatto di lavorare su dati medi, non assumeva valori rilevanti nel caso dell'analisi svolta sul campione di 211 imprese; sul sotto campione in oggetto (e soprattutto nel caso della disaggregazione per classe dimensionale), invece, la differenza tra ROI calcolato come media dei singoli ROI societari e quello ottenuto moltiplicando la media di ROS e *capital turnover* mostra una differenziale più consistente.

Per tale motivo, nel caso della disaggregazione dimensionale, che mostra le maggiori differenze, è parso più corretto ragionare sulle singole componenti.

Osservando i dati della tabella 4.14 nota che il ROS è lievemente inferiore a quello osservato su tutto il campione (che raggiungeva il 5,97% di media e 5,09% di mediana).

Dal momento che i margini che le imprese sono in grado di ottenere sulle vendite dipendono dai costi esterni che le imprese devono sostenere (materie prime, servizi, ecc.), pare utile soffermarsi sulla struttura di conto economico.

Dalla tabella 4.15 si osserva che il valore aggiunto è lievemente inferiore a quello osservato nel campione complessivo, probabilmente a causa di una maggior incidenza del consumo di materie prime, che compensa anche il minor costo per servizi e la minor incidenza del costo del lavoro.

In termini di efficienza del capitale investito, invece, le imprese del sottocampione realizzano valori pari a 1,24 di media e 1,17 di mediana. Tali valori sono più elevati rispetto al dato globale, poiché ottenuti da un rapporto in cui il denominatore è inferiore.

Se si circoscrive l'analisi all'efficienza degli investimenti a più rapido rigiro, ossia si valuta l'indice di rotazione del circolante ($\frac{\text{fatturato}}{\text{capitale circolante netto}}$), si osserva che le imprese riescono

a tradurre più di tre volte in fatturato le risorse investite in circolante in termini mediani.

Tra i fattori che incidono sulla dimensione del circolante (e dunque su cui far leva per contenere il valore di tale aggregato), i più importanti riguardano la durata di crediti commerciali, scorte e debiti commerciali; infatti, a parità di fatturato, il fabbisogno generato dalle voci di tipo corrente, si riduce se aumenta la durata dei debiti commerciali o se si riduce la durata di crediti e scorte.

Più il ciclo commerciale è breve, dunque, migliore è la situazione dell'impresa.

Dalla tabella 4.16 si osserva che il ciclo commerciale è pari a 62 (59 in termini mediani): in quanto positivo, significa che i tempi medi di incasso da clienti e il tempo che intercorre tra l'acquisto di materie prime e vendita dei prodotti finiti (ciclo operativo) superano quelli medi di pagamento dei fornitori. C'è dunque uno scompensamento di circa 63 giorni.

Tabella 4.16 – Indici di rotazione e durata (valori in giorni)

	Media	Dev. St.	Mediana
Durata media crediti (giorni)	128	40	131
Durata media magazzino (giorni)	78	47	71
Durata media debiti (giorni)	143	36	139
Durata media ciclo commerciale (giorni)	62	68	59

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Per aumentare l'efficienza dell'investimento in circolante (e quindi recuperare più unità di capitale per effetto delle vendite), bisognerebbe cercare di ridurre il ciclo commerciale, o provando ad ottenere dilazioni di pagamento più lunghe, oppure scegliendo politiche commerciali che offrano dilazioni meno generose ai clienti.

In ogni caso, sembra che le imprese del sottocampione godano di una redditività operativa accettabile, sulla quale però agiscono in modo negativo le altre voci che compongono il conto economico (soprattutto oneri finanziari e imposte).

Dall'analisi del livello e del costo dell'indebitamento, si ricavano alcune osservazioni, che contribuiscono a completare quanto emerso in sede di analisi patrimoniale e finanziaria.

Innanzitutto, conoscendo il valore dei debiti finanziari è possibile provare a stimare il costo medio del debito, tramite il rapporto tra oneri finanziari su debiti finanziari (*Return on debt* o ROD): tale indice esprime una misura del costo che mediamente le imprese devono sostenere per i capitali presi a prestito.

Dalla tabella 4.17 si evince che tale rapporto si colloca mediamente intorno al 4,76% e ciò significa che per 100 unità di capitali presi a prestito, l'onere che le imprese devono sostenere in termini di remunerazione del debito è di 4,76.

E' utile comunque precisare che questo indice risente di alcuni limiti; esso, infatti, essendo calcolato sul valore assunto dai debiti finanziari alla fine dell'anno, risulta un indicatore affidabile solo se tale valore tende a rimanere costante nel tempo; se invece l'indebitamento ha avuto dei "picchi" e quindi, ad esempio, per un certo periodo di tempo ha raggiunto valori più elevati, il ROD può fornire un'informazione distorta. Spesso viene, infatti, definito un costo "apparente" del debito.

L'indice *Return on debt* permette un'ulteriore osservazione relativamente all'utilizzo della leva finanziaria. Infatti, dal momento che la redditività degli investimenti risulta maggiore del costo medio dei finanziamenti (ROI>ROD), si può supporre che la leva finanziaria operi

Tabella 4.17 – Livello e costo dell'indebitamento

	Media	Dev. St.	Mediana
ROD	4,76%	5,44%	3,83%
Capitale investito netto operativo su patrimonio netto (CIN/PN)	3,16	3,65	1,84
Oneri finanziari su risultato operativo	47,20%	72,75%	29,61%
Oneri finanziari su fatturato	1,53%	1,72%	0,98%

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

positivamente, ossia produca un effetto moltiplicativo, che è tanto più grande quanto più l'impresa ricorre all'indebitamento.

E' utile ricordare che l'utilizzo della leva può produrre effetti moltiplicativi, ma dall'altro, soprattutto se sfruttata in modo aggressivo, può sottoporre l'impresa ad un rischio di tipo finanziario, minando la struttura patrimoniale e la sua solidità. Ciò accade in quei casi in cui la redditività degli investimenti non è in grado di coprire il costo medio dei finanziamenti (ROI<ROD).

Dal rapporto tra capitale investito e patrimonio netto (rapporto di indebitamento) è possibile ottenere una misura di quanta parte degli investimenti dell'area operativa viene coperta tramite mezzi propri. Si tratta dunque di un indicatore che misura l'indebitamento e permette di avere conferma di quanto già visto nell'analisi patrimoniale e finanziaria.

Dalla tabella si osserva che mediamente il capitale investito operativo equivale a circa tre volte il patrimonio netto. In termini mediani questo valore è invece più basso (1,84).

Dal rapporto oneri finanziari su fatturato si ha una sostanziale conferma di quanto osservato in sede di analisi del campione di 211 imprese, ossia che la quota di fatturato necessaria per coprire il costo dell'indebitamento è piuttosto contenuta e mediamente pari a 1,53% (0,98% in termini mediani).

Tuttavia, così come osservato nel capitolo precedente, se rapportati al risultato operativo, gli oneri finanziari sono molto più elevati (47,20%)¹⁷. Se preso in valore mediano, il dato risulta invece più contenuto (29,61%). La dispersione rimane sempre piuttosto elevata.

I dati relativi all'area extra gestione e alle imposte risentono di dati abbastanza estremi, così come si evince dalla differenza coi relativi dati mediani (sempre più contenuti).

Da questi ultimi si ha un'ulteriore conferma del fatto che l'area extra gestione non ha un peso rilevante sulla redditività complessiva: i valori mediani degli oneri raggiungono circa il 4,65% del risultato operativo, mentre quelli dei proventi si assestano intorno al 9,46%.

¹⁷ ESSE logistica presenta un rapporto di più del 600%.

Tabella 4.18 – Incidenza percentuale degli oneri/proventi extra gestione sul risultato operativo e delle imposte su reddito ante imposte

	Media	Dev. St.	Mediana
Oneri extra gestione su risultato operativo	18,46	63,76	4,65
Proventi extra gestione su risultato operativo	35,49	87,64	9,46
Imposte su reddito ante imposte	82,25	67,39	67,96

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Al contrario, così come emerso nel capitolo precedente, l'imposizione fiscale risulta una componente piuttosto importante: il peso delle imposte è infatti elevato (quasi il 68% del risultato ante imposte), anche se lievemente più basso di quello riscontrato sul campione complessivo. Rimane comunque uno dei principali fattori che contribuiscono ad abbattere la redditività operativa, insieme al costo dell'indebitamento.

In sintesi, il quadro che emerge analizzando in maniera più approfondita un particolare sotto gruppo del campione, ossia quelle imprese che forniscono i bilanci in forma completa, è il seguente.

Si tratta di imprese che registrano una redditività globale piuttosto ridotta, seppur a livello operativo raggiungano buoni risultati, soprattutto grazie a buoni margini sulle vendite (dovuti ad un'incidenza dei costi esterni e per il personale non troppo elevata rispetto al fatturato) e ad una discreta efficienza di impiego del capitale. Quest'ultimo aspetto potrebbe ulteriormente essere migliorato intervenendo sulla durata del ciclo commerciale.

Tale quadro giustifica un giudizio sostanzialmente positivo, poiché basato sulla constatazione che mediamente la gestione di queste imprese non presenta difficoltà a livello *core*, ma risente di un effetto moltiplicativo di componenti extra operative, quali livello e costo dell'indebitamento e pressione fiscale.

4.3.1 Analisi disaggregata per classe dimensionale

La scomposizione del ROE medio per classe dimensionale fa emergere una tendenziale riduzione di tale indicatore di *performance* con l'aumentare delle dimensioni, fatta eccezione per la classe 50-99 addetti. Sembrerebbe dunque che, proprio come osservato in sede di analisi aggregata, le imprese minori (che in questo caso corrispondono alla media dimensione) siano meno performanti.

Tuttavia è opportuno sottolineare che l'andamento dei valori mediani è meno chiaro; si nota, inoltre, che il dato mediano risulta maggiore della media in 3 classi su 4, a dimostrazione del fatto che le distribuzioni risentono della presenza di dati negativi rilevanti.

Ad esempio, nella classe 250 si registra un notevole scostamento tra la media e la mediana, a causa del dato estremo di Maserati (Tabella 4.19).

Tabella 4.19 - ROE per classe dimensionale

	Media	SD	Mediana
1-5	-	-	-
6-19	-	-	-
20-49	3,83	13,54	4,17
50-99	2,35	33,77	5,01
100-249	3,70	23,02	2,72
250+	-6,60	47,82	7,74

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.20 – i diversi valori assunti dal ROI

	ROI medio	ROI mediano	ROI come prodotto tra Ros e Capital turnover medi
1-5	-	-	-
6-19	-	-	-
20-49	15,93	11,27	20,63
50-99	27,69	9,82	22,28
100-249	20,37	8,68	17,27
250+	19,41	8,32	-6,27

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Osservando la tabella 4.20, che mostra i diversi valori di ROI per classe dimensionale, si nota che la redditività operativa risulta sempre maggiore di quella globale. Questo dato sembrerebbe dunque essere la dimostrazione del fatto che, anche se scomposte per classe dimensionale, le imprese non mostrano una inefficienza a livello di *core business* e che quello che incide sulla redditività sono le componenti extra gestione (oneri finanziari e imposte *in primis*).

Tuttavia si osserva che l'andamento del ROI mediano mostra una tendenziale riduzione all'aumentare delle dimensioni: sembrerebbe dunque che le imprese più piccole siano più

efficienti per quel che riguarda la gestione operativa rispetto a quelle maggiori. Tale andamento è tuttavia meno univoco a livello di media.

Come è già stato anticipato nel paragrafo precedente, il dato del ROI e le sue componenti risentono del fatto di essere valori medi di settore e non mostrano più chiaramente la relazione moltiplicativa che li lega. In questo caso, tale problema è particolarmente evidente, poiché i valori di ROI ottenibili dal prodotto delle sue componenti si discostano abbastanza dal dato medio; tale aspetto in tutte le altre analisi era rimasto più contenuto.

Tabella 4.21 – ROS, capital turnover per classe dimensionale (valori mediani)

	ROS	Capital turnover
1-5	-	-
6-19	-	-
20-49	3,64%	2,18
50-99	5,25%	2,10
100-249	4,38%	2,22
250+	4,15%	1,85

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.22 – Valore aggiunto e MOL in % del fatturato per classe dimensionale (valori mediani)

	Valore aggiunto	MOL
1-5	-	-
6-19	-	-
20-49	27,62	5,64
50-99	33,40	8,59
100-249	30,34	9,12
250+	25,91	7,32

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Per questo motivo, pare più corretto analizzare le singole voci che compongono il ROI per trarre alcune indicazioni e osservare i valori mediani per limare l'effetto dovuto ai dati più estremi: dalla tabella 4.21 si osserva che la classe 20-49 addetti presenta i minori margini sulle vendite (3,64%), sia a causa dei maggiori costi esterni (il valore aggiunto è uno dei più bassi), ma soprattutto per il maggior peso del costo del lavoro, che fa sì che il valore del margine operativo lordo sia inferiore a quello di tutte le altre classi (tabella 4.22).

Tali imprese godono però di una buona efficienza di impiego del capitale: il valore mediano del *capital turnover* è infatti uno dei più alti e pari a 2,18.

La classe che invece realizza i maggiori margini sulle vendite è quella 50-99 addetti, principalmente grazie al fatto che si tratta delle imprese in cui i costi esterni incidono meno sul fatturato.

Le imprese che impiegano il capitale in modo più efficiente sono quelle della classe 100-249 addetti che riescono a riprodurre 2,2 volte il capitale investito tramite le vendite.

Tale efficienza non sembra essere riscontrabile nella durata media del ciclo commerciale, che per queste imprese è il più lungo (tabella 4.23); infatti nonostante i tempi di regolamento degli acquisti siano tra i più elevati, tali società risentono di durate lunghe sia per la riscossione dei crediti che per quanto riguarda gli investimenti in scorte.

E' dunque ipotizzabile che il miglior risultato nel complesso derivi da un maggior rigiro degli investimenti di tipo strutturale.

Sono invece le imprese della classe 20-49 addetti a presentare il ciclo commerciale con la minor durata, principalmente grazie sia ad un minor tempo di incasso dei crediti e ad una minor durata delle scorte.

Tabella 4.23 – Valori mediani degli indici di durata per classe dimensionale (dati in giorni)

	Durata media crediti	Durata media magazzino	Durata media debiti	Durata media ciclo commerciale
1-5	-	-	-	-
6-19	-	-	-	-
20-49	126	52	143	21
50-99	133	77	139	60
100-249	131	76	141	65
250+	110	71	129	49

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Passando ad analizzare gli indicatori connessi al livello e costo dell'indebitamento, si osserva che il costo medio del debito è inferiore alla redditività del capitale investito in tutte le classi (tabella 4.24). Detto in altri termini, la redditività del *core business* dell'impresa è maggiore del costo che questa deve sostenere per indebitarsi e dunque se ne può dedurre che la leva finanziaria operi positivamente.

Tale costo, tuttavia, tende ad aumentare con la dimensione, rendendo meno conveniente l'indebitamento.

L'indicatore capitale investito netto operativo su patrimonio netto mostra una relazione tutto sommato positiva con la dimensione aziendale, fatta eccezione per le classi 20-49 addetti; in termini mediani con l'aumentare delle dimensioni aziendali il capitale investito passa da 1,71 volte il patrimonio netto a 2,04. Tale variazione sembra essere dovuta principalmente alla riduzione del mezzi propri osservata in sede di analisi della struttura patrimoniale.

Per la classe con più di 250 addetti questo valore è probabilmente dovuto al minor fabbisogno operativo.

Tabella 4.24 – Livello e costo dell'indebitamento (valori mediani)

	ROD	CIN/PN	OF/RO	OF/V
1-5	-	-	-	-
6-19	-	-	-	-
20-49	3,35%	2,09	37,86%	0,94%
50-99	3,58%	1,71	35,95%	0,95%
100-249	4,09%	1,88	28,62%	1,01%
250+	4,80%	2,04	35,17%	1,37%

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Il rapporto tra oneri finanziari e risultato operativo è piuttosto simile per le varie classi, tranne che per quella 100-249 addetti, che registra il valore più basso. Le imprese 20-49 addetti sono invece quelle per le quali tale componente è più rilevante.

Il dato oneri finanziari rapportati al fatturato conferma un peso contenuto di questa voce in tutte le classi.

Tabella 4.25 – Incidenza percentuale degli oneri e proventi extra gestione sul risultato operativo per classe dimensionale

	Oneri extra gestione			Proventi extra gestione		
	Media	Dev. St	Mediana	Media	Dev. St	Mediana
1-5	-	-	-	-	-	-
6-19	-	-	-	-	-	-
20-49	5,48	11,28	1,84	16,41	16,76	8,50
50-99	14,40	50,47	3,47	33,69	71,90	8,09
100-249	14,52	25,70	5,77	22,18	29,57	9,49
250+	49,79	135,04	11,76	84,08	182,71	14,43

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

La dimensione aziendale pare non giocare un ruolo determinante nemmeno per quanto riguarda l'area extra operativa. La classe dove tali voci sono più importanti è quella con più di

250 addetti, principalmente a causa di due imprese, Cooperativa bilanciai e Case New Holland.

Si tratta anche dell'area che mostra i livelli di dispersione più elevati.

L'imposizione fiscale raggiunge, infine, i valori più elevati in corrispondenza delle classi inferiori (20-49 addetti), mentre i valori più bassi sono ottenuti dalle imprese 50-99 addetti.

Tabella 4.26 – Incidenza percentuale delle imposte su reddito ante imposte per classe dimensionale

	Media	Dev. St.	Mediana
1-5	-	-	-
6-19	-	-	-
20-49	94,70	71,92	71,69
50-99	82,18	77,69	63,47
100-249	83,68	62,68	69,71
250+	67,32	39,96	64,89

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

In conclusione, a differenza di quanto emerso nell'analisi patrimoniale e finanziaria, per quel che riguarda gli indicatori di *performance*, sembra più difficile individuare una relazione totalmente univoca con la dimensione. Il dato del ROE infatti, in termini medi e ad eccezione della classe 100-249 addetti, appare in calo con l'aumentare della dimensione, mentre altrettanto non sembra riscontrabile a livello mediano.

Tutte le classi, comunque, ottengono redditività operative superiori a quelle globali, a riprova del fatto che l'area caratteristica non sarebbe la principale causa di difficoltà di queste imprese.

I valori mediani più alti di efficienza operativa si riscontrano nelle classi di minori dimensioni e tale valore tende a diminuire se ci si sposta verso le classi a maggior numero di addetti.

Se si osservano i valori di ROS e *capital turnover* per i quali, come si è già detto, non si riesce a identificare una relazione moltiplicativa con il ROI, emerge che le classi 50-99 e 100-249 addetti sono quelle che riescono a ottenere maggiori margini sulle vendite, grazie principalmente alla minor incidenza dei costi esterni.

Le imprese della classe 100-249 sono anche quelle che riescono ad impiegare in modo più efficiente il proprio capitale, anche se tale efficienza è presumibilmente dovuta ai capitali a più lento rigiro, dal momento che la durata media del ciclo commerciale è la più alta.

Per quello che riguarda le altre componenti che incidono sul ROE, mentre si osserva un tendenziale aumento dell'indicatore ROD e del livello di indebitamento, il peso degli oneri finanziari sembra abbastanza simile in tutte le classi, fatta eccezione la 100-249 addetti.

Anche il peso dell'area extra gestione operativa mostra una relazione diretta con la dimensione, pur rimanendo nel complesso una voce che non incide in modo determinante (non supera mai il 15% del risultato operativo).

Infine, l'imposizione fiscale è una delle voci per cui il legame con la dimensione è meno forte: piuttosto pesante per le imprese con 20-49 addetti, mentre raggiunge i livelli più bassi per 50-99 addetti.

4.3.2 Analisi disaggregata per tipologia di impresa

Dall'analisi della tabella 4.27, relativa al ROE per tipologia di impresa, emerge abbastanza chiaramente il miglior risultato mediano ottenuto dalle imprese conto proprio (e di servizi), rispetto a quello delle imprese conto terzi, le quali registrano il valore più basso (addirittura negativo in termini medi)¹⁸.

Tabella 4.27 - ROE per tipologia di impresa (valori in %)

	Media	SD	Mediana
Conto proprio	3,28	29,36	5,46
Conto terzi	-5,16	38,63	1,86
Servizi	5,59	12,04	5,59

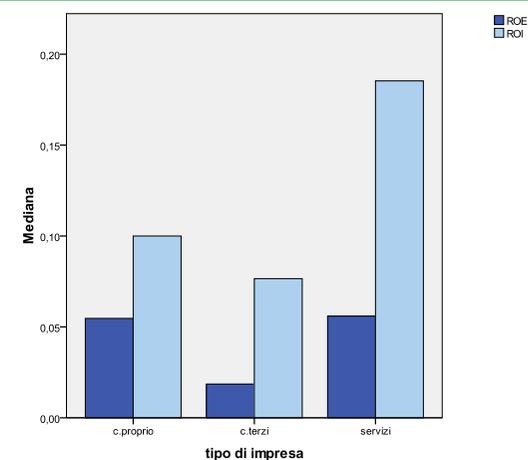
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Se si passa ad analizzare il valore della redditività operativa (figura 4.19) si nota, anche in questo caso, la tendenza del ROI ad essere sempre più elevato rispetto alla redditività globale. Le imprese di servizi raggiungono la miglior efficienza operativa, pari a circa 18% (in questo caso entrambe le società del gruppo ottengono valori positivi e maggiori del 10%), mentre le conto terzi, il cui risultato è il peggiore, arrivano a 7,65%.

Il miglior ROI delle imprese di servizi deriva da risultati complessivamente migliori per entrambe e sue componenti: i migliori margini sulle vendite beneficiano soprattutto di una minor incidenza del costo del lavoro (tabella 4.29); anche il *capital turnover* raggiunge risultati positivi, e questo nonostante la durata media del ciclo commerciale non sia una delle più brevi (tabella 4.30).

¹⁸ E' utile comunque ricordare che all'interno della classe delle imprese di servizi vi sono solo due imprese e che il valore medio di ROE è il risultato di situazioni abbastanza diverse: una società (Moden Diesel) ottiene un valore di 14,11%, mentre l'altra (Evobus Italia) presenta un ROE molto più ridotto e addirittura negativo (-2,92%).

Figura 4.19 – ROE e ROI per tipologia di impresa (valori mediani)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.28 – ROS, capital turnover per tipologia di impresa (valori mediani)

	ROS	Capital turnover
Conto proprio	4,55	2,12
Conto terzi	4,02	1,88
Servizi	9,13	4,74

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.29 – Valore aggiunto e MOL in % del fatturato per tipologia di impresa (valori mediani)

	Valore aggiunto	Mol
Conto proprio	30,68	8,56
Conto terzi	35,29	8,69
Servizi	27,22	14,95

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.30 – Valori mediani degli indici di durata per tipologia di impresa (dati in giorni)

	Durata media crediti	Durata media magazzino	Durata media debiti	Durata media ciclo commerciale
Conto proprio	131	78	139	60
Conto terzi	130	45	133	30
Servizi	130	41	130	41

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.31 – Livello e costo dell'indebitamento per tipologia di impresa (valori mediani)

	Conto proprio	Conto terzi	Servizi
ROD	3,89	3,47	26,51
Capitale investito netto operativo su patrimonio netto (CIN/PN)	1,72	3,18	0,95
Oneri finanziari su risultato operativo	28,96	53,34	46,75
Oneri finanziari su fatturato	0,97	1,17	0,51

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.32 – Incidenza percentuale degli oneri e proventi extra gestione sul risultato operativo per tipologia di impresa

	Oneri extra gestione			Proventi extra gestione		
	Media	Dev. St	Mediana	Media	Dev. St	Mediana
Conto proprio	16,86	63,22	4,70	35,04	89,72	9,50
Conto terzi	26,54	69,65	4,12	40,32	85,57	8,75
Servizi	0,87	1,23	0,87	4,08	1,20	4,08

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.33 – Incidenza percentuale delle imposte sul reddito ante imposte per tipologia di impresa

	Media	Dev. St.	Mediana
Conto proprio	70,95	43,74	64,89
Conto terzi	115,88	105,56	84,11
Servizi	169,81	187,41	169,81

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

I valori delle componenti del ROI nelle altre due tipologie risultano invece più simili.

Le imprese conto proprio presentano una efficienza di impiego del capitale maggiore di quella delle conto terzi, che però a livello di circolante mostrano una durata del ciclo più breve.

E' possibile che in parte ciò sia dovuto ad una maggior efficienza di impiego dei capitali a più lento rigiro nelle imprese conto proprio.

A livello di struttura finanziaria (tabella 4.31) si osservano alcune differenze, in particolare tra imprese conto proprio e conto terzi. Quest'ultime, che registravano i maggiori livelli di debiti finanziari, sono quelle che sopportano i maggiori oneri, sia rapportati al risultato operativo (53,34%) che al fatturato (1,17%).

Le imprese conto proprio, invece, sembrano essere quelle che risentono meno del peso del costo del debito; infatti il rapporto tra oneri finanziari e risultato operativo (28,96%) è il più basso.

I dati delle imprese di servizi (soprattutto il ROD e il rapporto oneri finanziari su risultato operativo) risentono dei valori della società Evobus Italia S.p.a.

Mentre l'area extragestione si conferma come non rilevante (tabella 4.32), il peso della componente fiscale permette qualche osservazione: le imprese conto proprio sembrano essere quelle che risentono in misura inferiore dell'incidenza delle imposte, seppur tale valore si aggira intorno al 65% del reddito ante imposte. Anche per le imprese conto terzi la pressione fiscale è piuttosto importante, e ciò sembra una conferma tale voce come una delle cause principali dei valori contenuti di redditività globale (tabella 4.33).

Per le imprese di servizi raggiunge livelli ben oltre li 100% del reddito ante imposte¹⁹.

In conclusione, dati i principali indicatori di *performance* anche alla luce di quanto emerso in sede di analisi della struttura patrimoniale e finanziaria, è possibile tracciare un quadro più preciso delle varie tipologie di imprese.

Le imprese conto proprio registrano un ROE intermedio rispetto alle altre due.

La componente operativa di tale redditività è pure un valore intermedio (più alto del ROE), e ciò è vero sia in termini di ROS che di efficienza di impiego del capitale.

Per quanto riguarda i margini, il dato più rilevante riguarda il costo del lavoro, che per questa tipologia (insieme alle imprese conto terzi) assume il peso maggiore.

A fronte di un'efficienza del capitale intermedia, la rotazione del circolante risulta invece la più bassa (così come conferma la durata del ciclo commerciale più alta, soprattutto a causa del magazzino). La gestione delle scorte (il cui stock è anche più importante rispetto alle altre imprese) pare dunque comportare un minor rigiro degli investimenti in circolante.

¹⁹ Tale valore è sempre imputabile alla presenza della società Evobus, la cui incidenza fiscale supera il 300% del reddito ante imposte

A livello di indebitamento questa classe mostra un rapporto capitale investito operativo su patrimonio netto pari a 1,72 e dunque in linea con la media di settore (1,84). L'incidenza degli oneri finanziari su risultato operativo è inferiore a quella delle altre classi, così come la pressione fiscale.

Le imprese conto terzi, invece, sono le imprese che registrano il ROE peggiore, e una prima causa è ravvisabile nell'andamento del ROI che è, appunto, il peggiore.

Le componenti della redditività operativa confermano questo peggior andamento: i margini sulle vendite, infatti, risentono soprattutto del costo del lavoro (i costi operativi invece sono quelli che incidono di meno per questa tipologia).

L'indice di rotazione del capitale inferiore non sembra causato da una peggiore efficienza del circolante, visto che la rotazione di tale aggregato è addirittura più alta delle imprese in conto proprio. Si potrebbe pensare, dunque che ciò avvenga a causa di un minor rigiro della componente strutturale degli investimenti.

Il cattivo andamento della *performance* complessiva di queste imprese deriva in parte anche dal maggior peso delle voci extra operative.

Riguardo all'aspetto finanziario, le imprese di subfornitura risentono di un rapporto molto alto tra capitale investito netto operativo e patrimonio netto, dovuto sia ad un alto livello del fabbisogno operativo che a un basso livello di mezzi propri.

Inoltre esse sopportano un peso molto elevato degli oneri finanziari sia se rapportati al risultato operativo (già basso) sia se rapportati al fatturato.

Infine, l'incidenza della componente fiscale raggiunge valori intermedi rispetto alle altre imprese.

Sembra dunque che la cattiva *performance* sia dovuta *in primis* ad una cattiva gestione industriale, imputabile sia ai bassi margini che ad una mediocre efficienza del capitale.

A questo si aggiungono un indebitamento molto elevato e piuttosto oneroso. La componente fiscale, invece, è altresì importante, ma rispetto alle altre tipologie non è la componente più importante.

Infine, le imprese di servizi presentano un ROE simile a quello delle imprese conto proprio, ma a differenza di tale tipologia, hanno un ROI mediano molto più elevato.

La miglior efficienza operativa di queste imprese deriva sia da buoni margini sulle vendite che da un miglior impiego del capitale.

Infine, i valori osservati per quanto riguarda il peso dell'indebitamento e della pressione fiscale (quest'ultimo particolarmente elevato), sono piuttosto influenzati dai dati di una delle due imprese.

4.3.3 Analisi disaggregata per specializzazione produttiva

Disaggregare i dati di *performance* in base alla specializzazione produttiva permette di cogliere eventuali peculiarità o affinità tra i diversi comparti.

La tabella 4.34 mostra che l'indicatore di *performance* globale, che nei comparti *macchine agricole* e *macchine industriali* assume valori discreti, per i settori *automotive* e *altri prodotti* registra i dati inferiori (addirittura negativi se osservati in termini medi). Questi ultimi due comparti sono anche quelli in cui si registra la maggior dispersione. Tale risultato è in linea con quanto emerso nell'analisi del capitolo precedente.

L'analisi del ROI non mostra un andamento diverso da quello mostrato in sede di disaggregazione per classe dimensionale o per tipologia, nel senso che rimane sempre maggiore del ROE (figura 4.20).

Le imprese che raggiungono i più alti valori di redditività operativa sono quelle dei comparti *macchine agricole* e *macchine industriali*, rispettivamente 9,82% e 11,16%.

Le imprese del settore *automotive* e *altri prodotti* mostrano risultati simili (rispettivamente 7,46% e 7,47%).

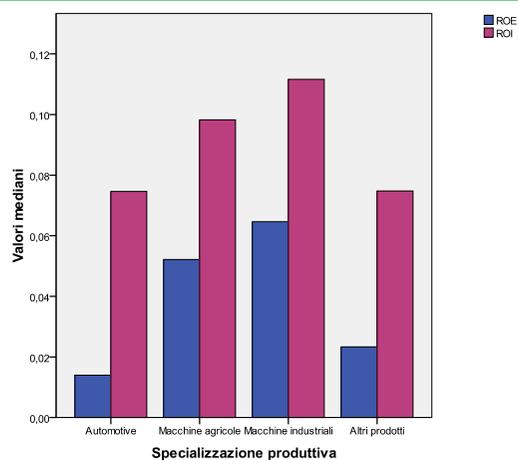
La miglior *performance* operativa dei comparti *macchine agricole* e *macchine industriali* deriva sia da migliori margini che da una miglior efficienza di impiego del capitale (tabella 4.35).

Tabella 4.34 - ROE per specializzazione produttiva

	Media	SD	Mediana
Automotive	-15,41%	52,09	1,39
Macchine agricole	8,85	8,78	5,22
Macchine industriali	6,62	2,84	6,47
Altri prodotti	-5,15	37,19	2,33

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 4.20 – ROE e ROI per specializzazione produttiva



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.37 – Valori medi degli indici di durata per specializzazione produttiva (dati in giorni)

	Durata media crediti	Durata media magazzino	Durata media debiti	Durata media ciclo commerciale
Automotive	99,22	51,75	141,84	20,67
Macchine agricole	119,48	56,08	132,43	50,97
Macchine industriali	133,74	82,78	143,14	56,42
Altri prodotti	124,36	70,77	128,45	68,43

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Le imprese del comparto *macchine industriali* sono quelle che realizzano i più alti margini sulle vendite, e ciò grazie ad una minor incidenza dei costi operativi (come emerge dalla tabella 4.36 in cui si osserva che il dato relativo al valore aggiunto è il maggiore).

Le imprese del comparto *macchine agricole* si distinguono soprattutto per il valore del *capital turnover* (2,44) a cui però non corrisponde la maggior efficienza di impiego del circolante. Se si osserva la durata del ciclo commerciale si può vedere che questo non è il più basso.

Il peggior risultato delle imprese del settore *automotive* riguarda in primo luogo il ROS: infatti, nonostante il valore aggiunto sia uno dei più alti, tali imprese presentano maggiori costi per il personale che riducono il margine operativo lordo al 7,87%.

In termini di *capital turnover* invece, nonostante quello del capitale investito sia il più basso, quello del circolante risulta la migliore, grazie alla maggior durata dei debiti, ma soprattutto al ridotto numero di giorni medi di incasso da clienti e delle scorte (tabella 4.37); è dunque probabile che tali imprese risentano di un minor rigiro della componente strutturale degli investimenti operativi.

Passando poi a analizzare le altre componenti che concorrono a determinare la redditività complessiva, si nota che le imprese dei comparti *macchine agricole* e *macchine industriali*, ossia quelli che ottengono i migliori risultati in termini di ROE, sono anche quelle per le quali il peso degli oneri finanziari è inferiore, sia rispetto al risultato operativo (rispettivamente 35,95% e 19,21%) che rispetto al fatturato (rispettivamente 0,89 e 0,95).

Così come emerge dalla tabella 4.38, il costo medio del debito misurato dal ROD risulta il più elevato per le imprese del comparto *altri prodotti* probabilmente a causa dell'elevato ricorso ai debiti finanziari che caratterizza queste imprese.

Dal rapporto capitale investito netto operativo su patrimonio netto, che è maggiore per le imprese del comparto *altri prodotti*, si ha una conferma di quanto visto in sede di analisi strutturale, ossia del maggior livello di indebitamento di tale settore.

Tabella 4.35 – ROS, Capital turnover per specializzazione produttiva (valori medi)

	ROS	CT
Automotive	2,58%	1,96
Macchine agricole	4,49%	2,44
Macchine industriali	5,43%	2,04
Altri prodotti	3,83%	1,99

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.36 – Valore aggiunto e MOL in % del fatturato per specializzazione produttiva (valori medi)

	Valore aggiunto	Mol
Automotive	30,71	7,87
Macchine agricole	26,87	8,05
Macchine industriali	33,14	9,12
Altri prodotti	27,67	7,77

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.38 – Livello e costo dell'indebitamento per specializzazione produttiva (valori mediani)

	Automotive	Macchine agricole	Macchine industriali	Altri prodotti
ROD	3,71	3,70	3,82	4,60
Capitale investito netto operativo su patrimonio netto (CIN/PN)	1,27	1,83	1,71	2,95
Oneri finanziari su risultato operativo	55,31	35,95	19,21	51,37
Oneri finanziari su fatturato	1,12	0,89	0,95	1,17

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tabella 4.39 – Incidenza percentuale degli oneri e proventi extra gestione sul risultato operativo per specializzazione produttiva

	Oneri extra gestione			Proventi extra gestione		
	Media	Dev. St	Mediana	Media	Dev. St	Mediana
Automotive	5,71	10,05	3,47	21,63	26,48	5,89
Macchine agricole	10,03	10,11	5,38	52,82	10,28	9,48
Macchine industriali	21,63	75,69	4,65	33,23	89,26	10,07
Altri prodotti	21,71	64,84	5,11	38,94	88,75	8,80

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Se l'area extra gestione operativa non mostra risultati in contrasto con quanto emerso fin ad ora (tabella 4.39), il peso della componente fiscale si riconferma come ulteriore elemento che contribuisce a penalizzare la redditività delle imprese, in particolare quelle dei comparti *altri prodotti* e *automotive*, il cui peso della componente fiscale arriva a 171,73% (tabella 4.40).

Tabella 4.40 – Incidenza percentuale delle imposte su reddito ante imposte per specializzazione produttiva

	Media	Dev. St.	Mediana
Automotive	176,49	135,17	171,73
Macchine agricole	85,89	53,48	70,45
Macchine industriali	66,03	29,22	59,35
Altri prodotti	72,11	55,26	63,47

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

In conclusione, il settore metalmeccanico sembra mostrare delle differenze di *performance* a seconda della specializzazione produttiva.

Nel caso del settore *automotive*, il valore di ROE è il più basso sia in termini mediani che soprattutto medi. Il ROI, seppur sia uno dei più bassi, è simile a quello del comparto *altri prodotti*, ma a differenza di quest'ultimo risente maggiormente delle componenti extra operative, dal momento che il suo indice di *performance* globale risulta inferiore.

La minor redditività operativa è imputabile sia ai peggiori margini sulle vendite, che alla minor efficienza di impiego del capitale.

I minori margini non sono dovuti principalmente ai costi operativi, in quanto il valore aggiunto è uno dei più alti; risentono invece in modo consistente del costo del lavoro.

Il minor rigiro del capitale pare maggiormente imputabile alla componente strutturale, dato che il ciclo commerciale è uno dei più bassi, sia grazie alle più brevi dilazioni di pagamento e tempi di giacenza delle scorte, sia a dilazioni ottenute dai fornitori più lunghe.

Si tratta inoltre delle imprese con il più basso rapporto capitale investito netto su patrimonio netto: ciò è dovuto infatti al minor fabbisogno di capitale operativo; nonostante la componente strutturale degli investimenti sia la più importante, tali imprese presentano un fabbisogno di circolante tanto inferiore rispetto alle altre, da compensare il maggior peso degli investimenti in immobilizzazioni.

L'incidenza degli oneri finanziari su risultato operativo è una delle più alte, e questo è dovuto probabilmente ai più bassi livelli del risultato operativo, anche se comunque gli oneri finanziari rapportati al fatturato sono i più elevati.

Altrettanto elevata risulta la pressione fiscale, sia in termini medi che mediani.

Si può dunque concludere che questo comparto ottenga risultati peggiore degli altri principalmente a causa di una bassa redditività operativa. A ciò si aggiunge un maggior peso degli oneri finanziari e delle imposte.

Il settore macchine agricole in termini mediani presenta un ROE e un ROI abbastanza elevati, secondi solo a quelli del comparto *macchine industriali*.

L'efficienza operativa che si registra è in parte influenzata da discreti margini sulle vendite (a causa di un peso dei costi esterni non troppo elevato), ma soprattutto da una buona efficienza di impiego del capitale rispetto alle altre imprese, così come si evince dalla minor durata del ciclo commerciale.

Si tratta delle imprese meno indebitate, e questo grazie più ad elevati debiti correnti piuttosto che ad una buona capitalizzazione. Tale risultato è in linea anche con il minor livello dell'incidenza degli oneri finanziari sia sul risultato operativo che sul fatturato.

In questo comparto rileva abbastanza la pressione fiscale, seconda solo a quella del settore *automotive*.

Il comparto *Macchine e impianti industriali* è quello che registra la miglior *performance* globale e operativa.

I buoni livelli di risultato operativo rispetto al capitale investito dipendono in parte dal ROS, che è influenzato positivamente dalla minor incidenza dei costi esterni e del lavoro.

Ma anche il rigiro del capitale è uno dei migliori, grazie alla durata del ciclo commerciale non troppo lunga principalmente imputabile alla componente 'durata media dei debiti'. Il rapporto capitale investito su patrimonio netto è uno dei più bassi e ciò è dovuto probabilmente al fatto che si tratta delle imprese più capitalizzate, ma anche alla presenza comunque limitata della componenti debiti correnti.

Si tratta del comparto in cui il peso degli oneri finanziari su risultato operativo è il più contenuto: da un lato grazie sicuramente al fatto che il loro risultato operativo è maggiore, ma probabilmente anche grazie ad un basso valore degli oneri finanziari in assoluto, come conferma il fatto che, se rapportati al fatturato, tali oneri non mostrano un'incidenza rilevante.

Da ultimo, un ulteriore aspetto che contribuisce al miglior risultato complessivo è la minor incidenza delle imposte.

Le imprese appartenenti al comparto *altri prodotti* non registrano un ROE troppo soddisfacente e il ROI è in linea con quello poco positivo del settore *automotive*, e questo a causa del fatto che entrambe le componenti sono tra le più basse: il ROS risente di maggior costi per materie prime e servizi, mentre a livello di rigiro del capitale, si osserva una durata più lunga del ciclo commerciale, non tanto imputabili ai termini di riscossione dei crediti, quanto alla durata del magazzino e dei debiti commerciali. Si tratta delle imprese in cui il rapporto di indebitamento assume il valore più elevato, e ciò deriva dal basso livello di capitalizzazione da un lato, ma anche dell'elevato fabbisogno operativo registrato da queste imprese. Coerentemente, il peso degli oneri finanziari è elevato: questi erodono più di metà del risultato operativo. In controtendenza l'incidenza fiscale non è troppo elevata.

4.4 Conclusioni

Le analisi svolte in questo capitolo sono state condotte su un sottocampione di imprese del settore metalmeccanico utilizzando uno stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio funzionale, e hanno portato ad alcuni risultati, che in buona parte confermano quanto era emerso in sede di analisi sul campione globale.

In primo luogo, l'analisi patrimoniale effettuata sulla base della riclassificazione funzionale ha consentito di separare la parte di capitale investito in attività operative da quella investita in attività monetarie e accessorie. Ha inoltre permesso di disaggregare voci come le attività correnti, e arrivare a concludere che per la maggior parte si tratta di crediti commerciali.

Anche l'analisi della struttura finanziaria ha permesso di enucleare informazioni integrative rispetto a quelle che si potevano ottenere dai bilanci in forma aggregata. In particolare, l'informazione più rilevante riguarda l'effettivo ricorso all'indebitamento, che risulta più contenuto e pari a circa 1/3 del totale delle fonti, poiché parte della voce debiti riguarda passività di tipo corrente.

Infine, è stato possibile definire due aggregati importanti, ossia il capitale circolante netto commerciale e il capitale investito netto operativo, che permettono di conoscere l'effettivo fabbisogno di risorse di cui le imprese hanno bisogno per condurre, rispettivamente, alla gestione corrente e operativa nel suo complesso.

Per quanto riguarda i dati relativi alla *performance*, la riclassificazione funzionale ha permesso di ottenere una misura della redditività operativa (ROI), che per le imprese analizzate raggiunge livelli accettabili; inoltre, il dato forse più interessante è che tale redditività risulta maggiore del ROE sia nel complesso che per disaggregazione, e questo permette di supporre che la gestione operativa contribuisca in modo positivo alla *performance* globale delle imprese.

Sembrerebbe dunque che le imprese considerate non presentino difficoltà a livello operativo, ma che le effettive cause della contenuta redditività globale, così come emerso nel capitolo precedente, siano rintracciabili nel costo dell'indebitamento e dell'imposizione fiscale.

Le voci relative alla gestione extra operativa (proventi e oneri straordinari, ad esempio) si confermano non particolarmente significative.

Non è stato possibile fare un confronto tra le *performance* delle micro e piccole imprese, dal momento che, a causa del criterio di selezione del sottocampione, le classi 1-5 addetti e 6-19 non sono più rappresentate.

Relativamente alla disaggregazione dimensionale, forse a causa del minor numero di casi analizzati, sembra esser venuta meno la relazione tra *performance* e dimensione anche se a livello mediano i valori di ROI più alti si riscontrano nelle classi con un minor numero di addetti (20-99).

La disaggregazione per tipologia ha permesso di mettere in luce alcune differenze interessanti.

Le imprese conto terzi si distinguono per una peggior gestione industriale, imputabile sia ai bassi margini che ad un'efficienza più contenuta del capitale. A questo si aggiunge un indebitamento molto elevato e piuttosto oneroso. La pressione fiscale è altresì importante, anche se rispetto alle altre tipologie non è tra le maggiori.

Infine, la disaggregazione per specializzazione produttiva permette di arrivare a conclusioni analoghe a quelle del capitolo precedente, ossia che il comparto *macchine industriali* registra i risultati migliori, seguito dalle *macchine agricole*, mentre il settore *automotive* pare incontrare maggiori difficoltà, sia a livello di redditività globale che, soprattutto, operativa.

5 I PRIMI EFFETTI DELLA CRISI SUI BILANCI DELLE IMPRESE DEL SETTORE

Premessa

Il presente capitolo ha lo scopo di valutare le prime conseguenze della crisi finanziaria, avviatasi nell'agosto 2007 con lo scoppio della bolla speculativa dei mutui subprime, ha avuto sui bilanci 2008 delle società del campione oggetto di studio.

Le analisi empiriche svolte fino ad ora hanno riguardato il periodo compreso tra il 2005 e il 2007.

Come già precedentemente sottolineato, tale scelta è derivata principalmente dalla carenza di dati disponibili per il 2008. Il numero di imprese con la serie storia completa su tutti e quattro gli esercizi (2005-2008), infatti, si presentava molto più ridotto di quello disponibile considerando solo il primo triennio. Per questo motivo, è parso più utile effettuare le indagini su un arco temporale meno "vicino" al momento attuale ma che potesse contare su un campione il più rappresentativo possibile dell'universo studiato.

Ciò premesso, non si può, d'altro canto, ignorare che la crisi finanziaria, tuttora in corso, si è ben presto trasferita sull'economia reale e che i suoi effetti hanno cominciato a riflettersi sui bilanci societari già a partire dal 2008.

A conclusione del lavoro svolto è parso utile non tralasciare, perciò, qualche considerazione sugli effetti che la crisi ha avuto sui dati di bilancio delle imprese metalmeccaniche modenesi, tramite un confronto tra i principali indici osservati nel triennio 2005-2007 e i rispettivi valori del 2008.

Tale analisi merita alcune considerazioni preliminari.

La prima riguarda il fatto che il 2008 è il primo anno successivo allo scoppio della crisi; è dunque possibile che gli effetti più pesanti si comincino a vedere solo dagli esercizi successivi.

Come testimonia un recente lavoro della Banca d'Italia²⁰, la fase di massima intensità della crisi per le imprese è stata raggiunta tra ottobre 2009 e marzo 2009.

²⁰ Bugamelli, Cristadoro, Zevi, *La crisi internazionale e il sistema produttivo italiano: un'analisi su dati a livello di impresa*, Banca d'Italia – Questioni di Economia e finanza, dicembre 2009

E' inoltre possibile che confrontando un dato medio (quello relativo al triennio 2005-2007) e uno puntuale (2008), si sottostimi l'effettiva portata della crisi. Nonostante questi aspetti, è comunque interessante effettuare tale confronto, sia per vedere se effettivamente le imprese del settore metalmeccanico modenese hanno subito un qualche contraccolpo legato alla crisi già nel 2008, sia per capire quali aspetti della gestione siano stati maggiormente colpiti.

In secondo luogo, si è dovuto fare i conti con un minor numero di bilanci a disposizione.

Questa carenza di dati ha comportato che il confronto tra valori medi del triennio e il 2008 fosse possibile solo per un numero di imprese ancora più ristretto rispetto a quello utilizzato nell'analisi svolta nei capitoli 3 e 4. In particolare, le imprese che anche nel 2008 presentavano i bilanci in forma completa sono 83. Tale valore è stato ulteriormente depurato dei dati anomali, ossia di quelle società per le quali il valore del patrimonio netto risultava negativo e quelle che registravano valori "estremi" di alcuni indicatori, giungendo così ad un sotto campione composto da 76 imprese.

Come già rilevato nel capitolo precedente, anche le società campionate in quest'ultima analisi presentano tutte almeno 20 addetti; di conseguenza non sono rappresentate le aziende di piccola e micro dimensioni, per le quali sarebbe stato particolarmente interessante valutare gli effetti della crisi, soprattutto alla luce dei risultati ottenuti con l'analisi aggregata.

5.1 Un confronto tra i dati di bilancio

Al fine di valutare se e come la crisi abbia influito sui bilanci delle aziende, tre paiono gli aspetti su cui concentrare l'attenzione: l'analisi del conto economico e della redditività, l'analisi della liquidità e l'analisi della struttura finanziaria.

I dati dei principali indici di redditività sono concordi nell'indicare che la crisi economica ha, in effetti, avuto un qualche impatto sui bilanci delle imprese.

La redditività netta nel 2008 si mantiene su livelli accettabili, ma subisce una contrazione rispetto al triennio precedente (tabella 5.1); si passa infatti da un valore mediano di 7,15% al 5,28%.

Inoltre, nonostante resti alta la percentuale di imprese in grado di chiudere l'esercizio in utile (circa il 75%), tale dato è comunque in flessione rispetto al triennio precedente, dove le imprese che presentavano un ROE positivo si aggiravano intorno all'82%.

Il calo del ROE si registra anche se si disaggregano le imprese per tipologia o comparto produttivo. Un quadro più eterogeneo appare se si osservano i dati per classe dimensionale

(figura 5.1): le imprese di minori dimensioni, infatti, subiscono la riduzione più consistente, vedendo scendere la propria redditività netta dal 9,14% all'1,46%, mentre le imprese delle classi intermedie sembrano risentire in misura minore degli effetti della crisi; addirittura le imprese della classe 100-249 addetti mostrano un dato in aumento.

Ciò sembra in linea con quanto rilevato in alcune indagini²¹, e cioè che, nonostante il difficile periodo che l'economia sta attraversando, non mancano comunque società che riescono ad ottenere buoni risultati netti.

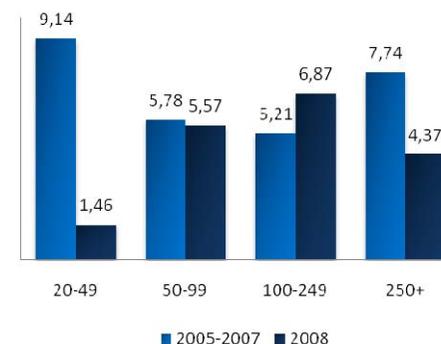
Il calo della redditività netta risente del peggior andamento dei principali aggregati di conto economico (tabella 5.2); infatti il valore aggiunto mostra un generale rallentamento, poiché passa dal 31,31% a 28,38%. Questo calo segnala che le imprese sembrano incontrare maggiori difficoltà nel creare ricchezza al netto dei fattori che hanno concorso alla sua realizzazione (principalmente materie prime e servizi).

Tabella 5.1 – ROE e numero di imprese con ROE positivo (dati in %)

	Triennio 2005-07	2008
ROE mediano	7,15	5,28
Imprese in utile sul totale imprese	82,89	75

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 5.1 – ROE per classe dimensionale (valori mediani in %)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

²¹ Iaquina, Romano. (A cura di). Osservatorio Cerved sui bilanci, luglio 2009

Tabella 5.2 – Valore aggiunto e Mol (valori mediани in %)

	Triennio 2005-07	2008
Valore aggiunto	31,31	28,38
MOL	8,69	7,42
ROS	4,92	4,39
ROI	10,06	8,49

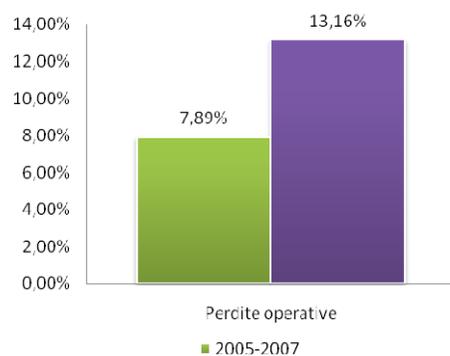
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Anche il dato del margine operativo lordo rapportato al fatturato subisce una contrazione, passando dall'8,69% a 7,42%, ad indice del fatto che si riduce per le imprese il potenziale flusso di cassa creato dalla gestione.

Il dato del risultato operativo rispetto al fatturato, invece, subisce una riduzione meno significativa (dal 4,92% al 4,39%). Tuttavia, aumentano le imprese che incontrano difficoltà nella gestione della propria attività core, così come si evince dal numero di società che registrano perdite operative: si passa dal 7,89% al 13,16% del totale del campione (figura 5.2).

La compressione dei margini si riflette anche sulla redditività caratteristica. A livello generale, infatti, il ROI segna un peggioramento, passando dal 10,06% a 8,49%.

Figura 5.2 – Imprese che registrano perdite operative

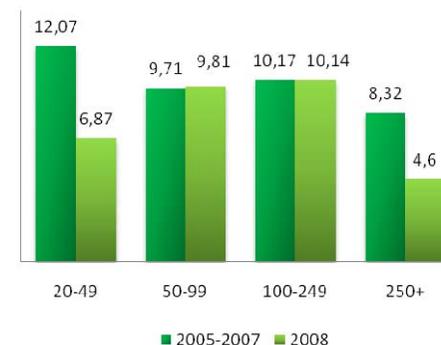


Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Tale dato mostra però una maggiore eterogeneità di situazioni rispetto ai precedenti; ci sono, infatti, delle categorie di imprese che sembrano essere state più colpite di altre.

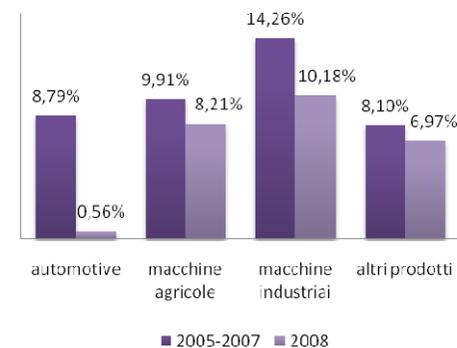
Innanzitutto, per quanto concerne la disaggregazione per classi di addetti, si osserva che le imprese di dimensioni medie registrano i cali più contenuti, mentre per quelle estreme il peggioramento del ROI è più consistente (figura 5.3).

Figura 5.3 – ROI per classe dimensionale (valori mediани in %)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 5.4 – ROI per specializzazione produttiva (valori mediани)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Anche a livello di specializzazione produttiva si notano delle differenze (figura 5.4): la redditività operativa del settore automotive rallenta in modo piuttosto marcato e si riduce di circa 11 punti percentuali, da 12,07% a 0,56%. Ciò è in linea con quanto osservato anche in sede di analisi aggregata, ossia che si tratta del comparto che maggiormente fatica a trarre profitto dalla propria gestione operativa.

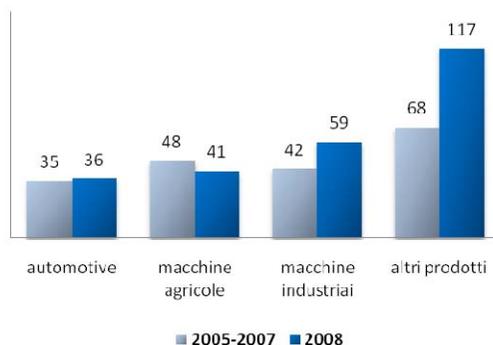
Al negativo andamento del ROI si associa un deterioramento degli indici di rotazione (tabella 5.3): la minor efficienza di impiego si riscontra sia a livello di capitale investito che di circolante.

Tabella 5.3 – Indici di rotazione e di durata (valori medi)

	Triennio 2005-07	2008
Rotazione capitale investito	2,20	1,93
Rotazione circolante	3,58	3,39
Durata media crediti (giorni)	125	123
Durata media scorte (giorni)	67	60
Durata media debiti (giorni)	138	119
Durata ciclo commerciale (giorni)	50	60

Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 5.5 – Ciclo commerciale per specializzazione produttiva (valori medi in giorni)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

La minor efficienza di impiego di quest'ultimo trova una sua spiegazione nella durata del ciclo commerciale, che sale a 60 giorni. Sembra dunque che uno degli effetti della crisi sia un aumento dello asincronia temporale tra durata media di crediti e scorte e quella di pagamento ai fornitori, con conseguenti problemi di gestione del circolante. E proprio la durata media dei debiti sembra la causa principale del peggioramento; essa, infatti, passa da un valore mediano di 138 a 119 giorni. Contrariamente a quanto ci si poteva aspettare (ossia un aumento del ciclo commerciale dovuto principalmente all'allungamento delle dilazioni concesse ai clienti in difficoltà), sembrerebbe dunque che i fornitori siano meno disposti a concedere dilazioni lunghe alle imprese; una riduzione, seppur meno consistente, si osserva anche nella durata media dei crediti.

In contro tendenza rispetto al resto delle società paiono le imprese operanti nel comparto delle macchine agricole, per le quali la durata del ciclo commerciale si riduce (figura 5.5).

Per il complesso delle imprese campionate, le difficoltà riscontrate a livello di conto economico si osservano anche nello stato patrimoniale (tabella 5.4).

Una delle prime conseguenze prodotta dalla crisi sembra essere una contrazione della liquidità e una conseguente alterazione degli equilibri tra impieghi e fonti.

Si osserva, infatti, una riduzione delle attività a breve termine (soprattutto della liquidità immediata) che si riflette in un peggioramento del valore del capitale circolante finanziario, il quale passa da 19,86% a 15,65%. Ciò significa per le imprese una minor capacità di far fronte agli impegni di breve periodo tramite le passività con cadenza entro l'esercizio. Nelle imprese del comparto automotive tale valore diventa negativo (figura 5.6).

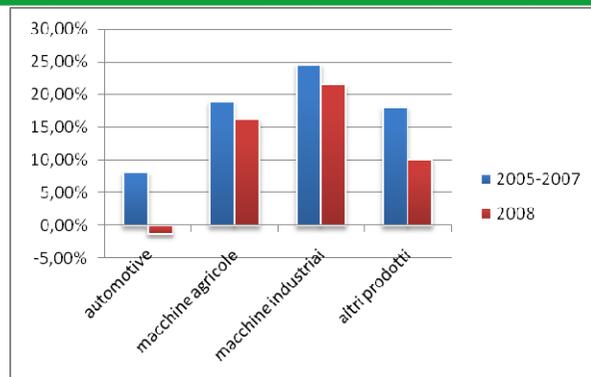
Mentre la riduzione del capitale circolante netto finanziario è abbastanza diffusa in tutte le classi, il margine di tesoreria (espressivo dell'equilibrio di brevissimo periodo), che nel complesso segna anch'esso una riduzione (da -4,50% a -5,61%), per alcune categorie di imprese mostra invece un miglioramento, come ad esempio per le imprese appartenenti alle classi dimensionali estreme, (20-49 e più di 250 addetti (figura 5.7).

Tabella 5.4 – Indici di composizione patrimoniale ed equilibrio finanziario (valori medi in % del totale attivo)

	Triennio 2005-07	2008
Attività a breve termine	79,02	74,18
Liquidità immediata	5,06	2,02
Crediti a breve	44,73	40,69
Capitale circolante finanziario	19,86	15,65
Margine di tesoreria	-4,50	-5,61

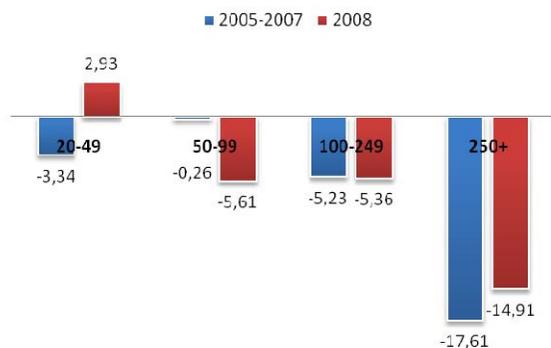
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 5.6 – Capitale circolante finanziario per specializzazione produttiva (valori medi) (valori medi)



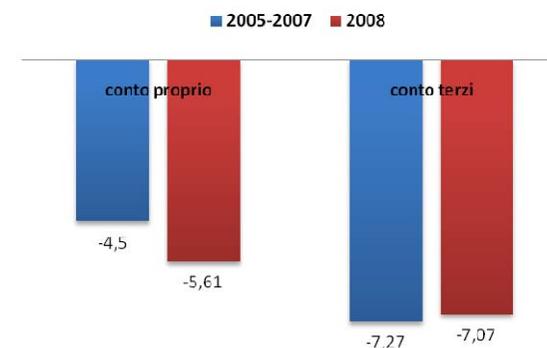
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 5.7 – Margine di tesoreria per classe dimensionale (valori medi e in % del totale attivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 5.8 – Margine di tesoreria per tipologia (valori medi e in % del totale attivo)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Per quanto riguarda l'articolazione delle fonti di finanziamento, dalla tabella 5.5 emerge che il livello di autonomia finanziaria delle imprese, espressa dal rapporto patrimonio netto su totale delle fonti, segnala un miglioramento (passando da 25,68% a 31,47%). Tra le varie cause possibili, una potrebbe riguardare gli effetti di Basilea 2, che cercano di spingere le imprese ad una maggior patrimonializzazione.

Il livello dei debiti finanziari è in aumento, anche se in maniera molto contenuta nel complesso.

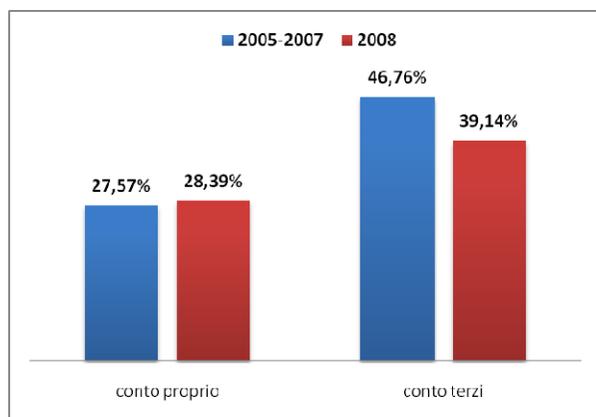
Se invece si focalizza l'attenzione sul dato del debito verso banche sul totale delle fonti, si osserva un più consistente aumento del peso di tale componente; ciò potrebbe riflettere il tentativo delle imprese di far fronte ai propri problemi di liquidità tramite un aumento dell'indebitamento.

Tabella 5.5 – Struttura finanziaria (valori medi e in %)

	Triennio 2005-07	2008
Patrimonio netto su totale passivo	25,68	31,47
Debiti finanziari su totale passivo	29,21	29,47
Debiti verso banche su totale passivo	14,11	17,61
Oneri finanziari su risultato operativo	28,62	31,60
Oneri finanziari su fatturato	0,96	1,16

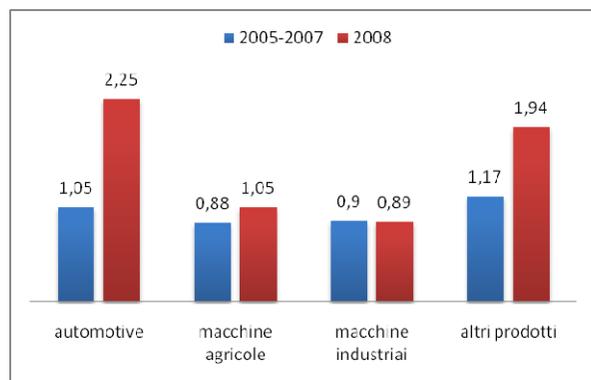
Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 5.9 Debiti finanziari su totale passivo per tipologia (valori mediani)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

Figura 5.10 – Incidenza degli oneri finanziari su fatturato per specializzazione produttiva (valori mediani in %)



Fonte: nostra elaborazione su dati Aida

che mentre le imprese conto proprio segnano un lieve aumento dei capitali di terzi, le altre classi riducono la loro quota di debiti finanziari in percentuale del totale delle fonti (figura 5.9).

Oltre al livello di indebitamento, si assiste anche ad un aumento del costo del debito, che in rapporto al fatturato passa da un valore mediano di 0,96% a 1,16%. Tale tendenza si riscontra in tutte le categorie di imprese, ma il peggioramento più forte lo raggiungono i comparti automotive e altri prodotti (figura 5.10).

Nel complesso, segna un andamento negativo anche l'incidenza degli oneri finanziari su risultato operativo.

In conclusione, da quanto emerso dall'analisi dei bilanci delle 77 imprese appartenenti al settore metalmeccanico modenese sembra che già dal 2008 esse abbiano cominciato a risentire degli effetti della crisi.

E' infatti diffuso un peggioramento degli indicatori di redditività (ROE, ROI ecc.), nonché dei principali aggregati di conto economico (Valore aggiunto, MOL e risultato operativo) che testimonia come le imprese subiscano un rallentamento che coinvolge la gestione nel suo complesso. La situazione di maggiore difficoltà emerge anche dall'aumento, rispetto al triennio precedente, del numero di società che registra perdite operative e che chiudono l'esercizio in perdita.

Segnali di debolezza si riscontrano anche a livello finanziario, con un peggioramento dell'equilibrio di breve e di brevissimo periodo, tra le cui cause vi è una riduzione delle attività a breve termine, in particolare della componente più liquida.

Dal lato della struttura finanziaria, a fronte di un aumento del livello di mezzi propri, si assiste ad un incremento abbastanza contenuto dei debiti finanziari sul totale delle fonti. Il dato relativo alla sola componente bancaria del debito (a breve e a lungo termine) segna invece un aumento più consistente.

Tale situazione, in realtà, è piuttosto eterogenea nelle varie disaggregazioni: a fronte di classi imprese che aumentano l'incidenza dei mezzi di terzi nel proprio bilancio, ve ne sono altre che invece non modificano la struttura finanziaria in tal senso; anzi, per alcune di esse la quota finanziaria del debito si riduce. Ad esempio, se si osservano i dati per tipologia, si vede

6 CONCLUSIONI

Questo lavoro si è posto l'obiettivo di effettuare un'analisi del settore metalmeccanico modenese attraverso i dati di bilancio di un campione di imprese.

In tal modo si è voluto corredare i risultati emersi dalle interviste agli imprenditori, effettuate nell'ambito del progetto di ricerca Metalnet, con un'analisi di tipo quantitativo per ottenere un quadro più preciso dell'effettivo stato di salute del settore metalmeccanico.

Inoltre, si è voluto verificare se anche nella realtà modenese sono riscontrabili i risultati ottenuti in alcune indagini sui distretti, che vedrebbero nel nuovo contesto competitivo la principale causa dell'affievolirsi dei vantaggi localizzativi tipici di questi sistemi di imprese, primo fra tutti la contrazione della redditività industriale.

Lo svolgimento dell'analisi ha dovuto tener conto di alcune criticità emerse nel corso del reperimento e riclassificazione dei dati, che hanno portato a scomporre l'indagine in due parti: la prima di tipo aggregato, condotta sull'intero campione secondo un criterio di riclassificazione dello stato patrimoniale di tipo finanziario; la seconda è stata svolta invece sul sotto campione di imprese per le quali si aveva a disposizione il bilancio in forma completa e si è basata su uno stato patrimoniale di tipo funzionale.

Le due analisi nel complesso hanno portato a conclusioni analoghe, seppur la riclassificazione funzionale abbia permesso di mettere in luce alcuni aspetti importanti e altrimenti non individuabili.

Dall'indagine aggregata, svolta sull'intero campione è emerso un settore che nel complesso raggiunge livelli di redditività accettabili, sostenuti in buona parte dai margini sulle vendite e da un efficiente impiego del capitale. Spesso però questi buoni risultati risentono dell'effetto de moltiplicativo di oneri finanziari e imposte.

Si tratta inoltre di un settore con un buon livello di equilibrio finanziario, imputabile per buona parte delle imprese alla componente meno liquida delle attività a breve, ossia al magazzino.

Infine, a fronte di una bassa capitalizzazione, si riscontra un livello di indebitamento piuttosto elevato (circa il 75% del totale delle fonti).

A questi risultati validi in generale, si aggiungono le considerazioni emerse in seguito alla disaggregazione per dimensione, tipologia e comparto, che hanno contribuito a delineare in maniera più precisa il settore, attraverso le specificità delle singole categorie di imprese.

Se a livello di struttura patrimoniale i risultati si ripresentano in modo abbastanza puntuale anche nelle analisi disaggregate, per quel che riguarda i dati di performance sono emerse alcune specificità.

Si è infatti osservato che le società di minori dimensioni non solo ottengono i valori più alti di redditività, ma che tale risultato è imputabile ad una buona gestione industriale, e non a componenti straordinarie di reddito, presupposto fondamentale affinché tale risultato sia reiterabile nel tempo. Per queste società, dunque, sembrerebbe che la minor dimensione non si traduca in maggiori difficoltà economiche, in apparente contrasto con il comune pensiero circa la fragilità delle piccole imprese.

Inoltre è emerso che le imprese di servizi, che operano nella filiera in qualità di società fornitrici di assistenza e manutenzione, sono quelle che ottengono i valori di performance più elevati e questo nonostante la maggior pressione fiscale a cui sono sottoposte.

Discorso analogo può essere fatto per le imprese del comparto macchine e impianti per l'industria, che devono il loro buon risultato principalmente alla miglior redditività operativa e al minor peso di imposte e oneri finanziari.

Pare invece che il settore automotive sia quello maggiormente in difficoltà, poiché a una già bassa redditività operativa, associa un peso consistente di oneri finanziari e imposte.

L'analisi svolta sul sottocampione di imprese per le quali si era in possesso dei bilanci in forma completa, ha in buona parte confermato i risultati ottenuti dall'indagine aggregata, sebbene non abbia permesso di approfondire lo studio delle imprese con meno di 20 addetti, in quanto non più rappresentate nel campione.

In particolare, la redditività netta delle imprese analizzate rimane su livelli mediamente positivi, seppur lievemente inferiori a quelli precedentemente osservati; una spiegazione probabilmente riguarda il fatto che buona parte delle imprese che registrava i valori di ROE più alti era proprio ricompresa nelle classi 1-20 addetti.

La redditività industriale, in questo caso calcolata sull'effettivo investimento in attività operative, raggiunge valori positivi, ma risente del peso della componente fiscale e finanziaria.

Il contributo più importante di questa seconda analisi, però, ha riguardato le informazioni integrative, ossia quelle non ottenibili dall'analisi di tipo finanziario.

Innanzitutto ha permesso di individuare il peso degli investimenti in attività strettamente operative e in quelle meramente accessorie; di conseguenza, è stato possibile stabilire l'effettivo fabbisogno di risorse legato alla gestione corrente e operativa nel suo complesso, nonché l'efficienza di impiego del capitale ivi investito.

Inoltre è stato possibile analizzare in modo più approfondito la struttura finanziaria e la redditività industriale.

Relativamente al primo aspetto, infatti, è emerso che l'effettivo ricorso all'indebitamento risulta più contenuto di quanto osservato in sede di analisi aggregata e pari a circa 1/3 del totale delle fonti; tale differenza deriva dal fatto che parte delle fonti che nell'analisi precedente erano genericamente definite "debiti", in realtà riguardava passività di tipo corrente, ossia debiti non onerosi, che contribuiscono a ridurre il fabbisogno finanziario netto.

In secondo luogo, si è osservato che l'effettiva redditività operativa (ROI), a differenza di quanto si osservava per il ROA, raggiunge livelli più elevati rispetto al ROE, sia in complesso che nei dati disaggregati; detto in altri termini, il contributo della gestione industriale è tutt'altro che negativo, poiché addirittura porterebbe a valori di ROE maggiori di quelli effettivamente ottenuti, se non risentisse dell'effetto moltiplicativo delle componenti extra operative. Dalla semplice analisi del ROA, invece, emergeva un contributo positivo della componente operativa della gestione, seppur inferiore al valore del ROE.

Alla luce di queste ultime considerazioni, è possibile trarre un'ulteriore conclusione, oltre a quelle di tipo economico finanziario fin qui esposte, riguardo l'aspetto metodologico.

Innanzitutto si è osservato che l'analisi basata su bilanci riclassificati con criterio finanziario, sebbene di più semplice realizzazione, può portare a risultati distorti se non si tiene debito conto dei limiti connessi al criterio con cui sono classate le voci (ad esempio il rischio è una sovrastima del debito).

Inoltre, è necessario avere sempre chiara consapevolezza dei dati che vengono utilizzati, per non rischiare di usare indicatori diversi in modo indistinto (come ROI e ROA), che possono portare a risultati non equivalenti; infatti, nel caso delle imprese in oggetto, il valore di ROA suggerisce uno stato di salute del settore peggiore di quello effettivo e desumibile dal ROI.

A conclusione del lavoro, l'analisi del 2008 ha evidenziato come gli effetti della crisi sui bilanci societari siano evidenti già dal primo anno successivo allo scoppio, e riguardino vari aspetti della gestione.

Non solo, infatti, si sono riscontrati cali della redditività industriale e netta, ma anche una contrazione della liquidità, con conseguente peggioramento dell'equilibrio di breve e brevissimo periodo. Infine, lievi peggioramenti si sono rilevati anche nel livello di indebitamento.

INDICE DELLE TABELLE

TABELLA 2.1 - CARATTERISTICHE DIMENSIONALI DEL CAMPIONE PER TIPO DI ATTIVITÀ SVOLTA.....	20
TABELLA 2.2 - IMPRESE PER COMPARTO E PER CLASSE DI ADDETTI (VALORI IN PERCENTUALE)	25
TABELLA 2.3 - IMPRESE PER COMPARTO E PER CLASSE DI ADDETTI (VALORI IN PERCENTUALE)	25
TABELLA 3.1 - COMPOSIZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE (IN % DEL TOTALE ATTIVO).....	36
TABELLA 3.2 - EQUILIBRIO E STRUTTURA FINANZIARIA (DATI IN % DEL TOTALE ATTIVO)	37
TABELLA 3.3 - CAPITALE FISSO INVESTITO (IN % DEL TOTALE ATTIVO) PER CLASSE DIMENSIONALE	39
TABELLA 3.4 - PATRIMONIO NETTO (IN % DEL TOTALE PASSIVO) PER CLASSE DIMENSIONALE	41
TABELLA 3.5 - MARGINE DI TESORERIA (IN % DEL TOTALE ATTIVO) PER CLASSE DIMENSIONALE	43
TABELLA 3.6 - CAPITALE IMMOBILIZZATO (IN % DEL TOTALE ATTIVO) PER TIPOLOGIA DI IMPRESA	44
TABELLA 3.7 - DEBITI A BREVE SU DEBITI TOTALI PER TIPOLOGIA DI IMPRESE.....	46
TABELLA 3.8 - CAPITALE CIRCOLANTE (IN % DEL TOTALE ATTIVO) PER TIPOLOGIA DI IMPRESA	47
TABELLA 3.9 - MARGINE DI TESORERIA SU TOTALE ATTIVO PER TIPOLOGIA DI IMPRESA	48
TABELLA 3.10 - CAPITALE FISSO (IN % DEL TOTALE ATTIVO) PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA.....	49
TABELLA 3.11 - CREDITI A (IN % DELL'ATTIVO A BREVE) BREVE PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA.....	50
TABELLA 3.12 - MAGAZZINO (IN % DELL'ATTIVO A BREVE) PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA.....	50
TABELLA 3.13 - CAPITALE CIRCOLANTE PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (IN % DEL TOTALE ATTIVO).....	52
TABELLA 3.14 - MARGINE DI TESORERIA PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (IN % DEL TOTALE ATTIVO).....	52
TABELLA 3.15 - INDICATORI DI PERFORMANCE GLOBALE E OPERATIVA	54
TABELLA 3.16 - REDDITIVITÀ DEL FATTURATO ED EFFICIENZA DI IMPIEGO DEL CAPITALE	56
TABELLA 3.17 - INDICATORI DI INDEBITAMENTO E DI INCIDENZA SULLA PERFORMANCE DELLE COMPONENTI DI REDDITO ESTRANEI AL CORE BUSINESS.....	57
TABELLA 3.18 - VALORE AGGIUNTO, MOL E RO DELLE IMPRESE IN DIFFICOLTÀ.....	60
TABELLA 3.19 - ROE PER CLASSE DIMENSIONALE (VALORI IN %).....	61
TABELLA 3.20 - ROA PER CLASSE DIMENSIONALE (VALORI IN %)	61
TABELLA 3.21 - ROS PER CLASSE DIMENSIONALE (VALORI IN %).....	63
TABELLA 3.22 - EFFICIENZA DI IMPIEGO DEL CAPITALE PER CLASSE DIMENSIONALE (VALORI IN %)	63
TABELLA 3.23 - INCIDENZA ONERI FINANZIARI SUL RISULTATO OPERATIVO (VALORI %) PER CLASSE DIMENSIONALE	64
TABELLA 3.24 - INCIDENZA PERCENTUALE DEGLI ONERI FINANZIARI SU FATTURATO PER CLASSE DIMENSIONALE	65
TABELLA 3.25 - INCIDENZA PERCENTUALE DEGLI ONERI E PROVENTI EXTRA GESTIONE SUL RISULTATO OPERATIVO PER CLASSE DIMENSIONALE.....	65
TABELLA 3.26 - ROE PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI IN %).....	67
TABELLA 3.27 - ROA PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI IN %)	67
TABELLA 3.28 - ROS PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI IN %)	68
TABELLA 3.29 - CAPITAL TURNOVER PER TIPOLOGIA DI IMPRESA.....	68
TABELLA 3.30 - INCIDENZA ONERI FINANZIARI SU RISULTATO OPERATIVO PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI IN %)	69

TABELLA 3.31 - INCIDENZA AREA EXTRA GESTIONE SUL RISULTATO OPERATIVO PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI IN %)	70
TABELLA 3.32 - INCIDENZA IMPOSTE SUL REDDITO ANTE IMPOSTE PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI IN %)	71
TABELLA 3.33 - ROE PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI IN %)	72
TABELLA 3.34 - ROS PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI IN %)	73
TABELLA 3.35 - CAPITAL TURNOVER PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI IN %)	73
TABELLA 3.36 - INCIDENZA ONERI FINANZIARI SU RISULTATO OPERATIVO PER SPECIALIZZAZIONE (VALORI IN %)	73
TABELLA 3.37 - INCIDENZA ONERI FINANZIARI SU FATTURATO PER SPECIALIZZAZIONE (VALORI IN %).....	74
TABELLA 3.38 - INCIDENZA AREA EXTRA GESTIONE SUL RISULTATO OPERATIVO PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI IN %) ..	75
TABELLA 3.39 - INCIDENZA IMPOSTE SUL REDDITO ANTE IMPOSTE PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI IN %).....	75
TABELLA 4.1 – COMPOSIZIONE DELLO STATO PATRIMONIALE (DATI IN % DEL TOTALE ATTIVO)	84
TABELLA 4.2 - COMPOSIZIONE DELL’ATTIVO CORRENTE (DATI IN % DEL TOTALE ATTIVO CORRENTE).....	84
TABELLA 4.3 – STRUTTURA FINANZIARIA (DATI IN % DEL TOTALE PASSIVO)	85
TABELLA 4.4 – DEBITI BANCARI SU DEBITI FINANZIARI (DATI IN %)	86
TABELLA 4.5 – AGGREGATI DI STRUTTURA PATRIMONIALE (DATI IN % DEL TOTALE ATTIVO)	87
TABELLA 4.6 – COMPOSIZIONE DELL’ATTIVO OPERATIVO PER CLASSE DIMENSIONALE (DATI IN % DEL TOTALE ATTIVO OPERATIVO)	89
TABELLA 4.7 – COMPOSIZIONE DELL’ATTIVO CORRENTE PER CLASSE DIMENSIONALE (DATI IN % DELL’ATTIVO CORRENTE)	89
TABELLA 4.8 - PATRIMONIO NETTO PER CLASSE DIMENSIONALE (VALORI IN % DEL TOTALE PASSIVO)	90
TABELLA 4.9 – DEBITI BANCARI SU DEBITI FINANZIARI (DATI IN %) PER CLASSE DIMENSIONALE.....	92
TABELLA 4.10 – DEBITI BANCARI SU DEBITI FINANZIARI (DATI IN %) PER TIPOLOGIA DI IMPRESA.....	97
TABELLA 4.11 – STRUTTURA FINANZIARIA PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (DATI IN % DEL TOTALE PASSIVO)	101
TABELLA 4.12 – INCIDENZA DELLA COMPONENTE BANCARIA DEL DEBITO (DATI IN % DELLA VOCE DEBITI FINANZIARI) PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA	101
TABELLA 4.13 – PRINCIPALI INDICATORI DI PERFORMANCE (DATI IN %)	105
TABELLA 4.14 – LE COMPONENTI DEL ROI	106
TABELLA 4.15 – PRINCIPALI VOCI DEL CONTO ECONOMICO (DATI IN % DEL FATTURATO)	106
TABELLA 4.16 – INDICI DI ROTAZIONE E DURATA (VALORI IN GIORNI).....	108
TABELLA 4.17 – LIVELLO E COSTO DELL’INDEBITAMENTO	109
TABELLA 4.18 – INCIDENZA PERCENTUALE DEGLI ONERI/PROVENTI EXTRA GESTIONE SUL RISULTATO OPERATIVO E DELLE IMPOSTE SU REDDITO ANTE IMPOSTE	110
TABELLA 4.19 - ROE PER CLASSE DIMENSIONALE	111
TABELLA 4.20 – I DIVERSI VALORI ASSUNTI DAL ROI.....	111
TABELLA 4.21 – ROS, CAPITAL TURNOVER PER CLASSE DIMENSIONALE (VALORI MEDIANI).....	112
TABELLA 4.22 – VALORE AGGIUNTO E MOL IN % DEL FATTURATO PER CLASSE DIMENSIONALE (VALORI MEDIANI)	112
TABELLA 4.23 – VALORI MEDIANI DEGLI INDICI DI DURATA PER CLASSE DIMENSIONALE (DATI IN GIORNI)	113
TABELLA 4.24 – LIVELLO E COSTO DELL’INDEBITAMENTO (VALORI MEDIANI)	114
TABELLA 4.25 – INCIDENZA PERCENTUALE DEGLI ONERI E PROVENTI EXTRA GESTIONE SUL RISULTATO OPERATIVO PER CLASSE DIMENSIONALE.....	114
TABELLA 4.26 – INCIDENZA PERCENTUALE DELLE IMPOSTE SU REDDITO ANTE IMPOSTE PER CLASSE DIMENSIONALE.....	115
TABELLA 4.27 - ROE PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI IN %).....	116

TABELLA 4.28 – ROS, CAPITAL TURNOVER PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI MEDIANI)	117
TABELLA 4.29 – VALORE AGGIUNTO E MOL IN % DEL FATTURATO PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI MEDIANI).....	117
TABELLA 4.30 – VALORI MEDIANI DEGLI INDICI DI DURATA PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (DATI IN GIORNI)	118
TABELLA 4.31 – LIVELLO E COSTO DELL’INDEBITAMENTO PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI MEDIANI).....	118
TABELLA 4.32 – INCIDENZA PERCENTUALE DEGLI ONERI E PROVENTI EXTRA GESTIONE SUL RISULTATO OPERATIVO PER TIPOLOGIA DI IMPRESA	118
TABELLA 4.33 – INCIDENZA PERCENTUALE DELLE IMPOSTE SUL REDDITO ANTE IMPOSTE PER TIPOLOGIA DI IMPRESA.....	118
TABELLA 4.34 - ROE PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA	121
TABELLA 4.35 – ROS, CAPITAL TURNOVER PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI MEDIANI)	122
TABELLA 4.36 – VALORE AGGIUNTO E MOL IN % DEL FATTURATO PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI MEDIANI)	122
TABELLA 4.37 – VALORI MEDIANI DEGLI INDICI DI DURATA PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (DATI IN GIORNI)	123
TABELLA 4.38 – LIVELLO E COSTO DELL’INDEBITAMENTO PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI MEDIANI)	124
TABELLA 4.39 – INCIDENZA PERCENTUALE DEGLI ONERI E PROVENTI EXTRA GESTIONE SUL RISULTATO OPERATIVO PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA	124
TABELLA 4.40 – INCIDENZA PERCENTUALE DELLE IMPOSTE SU REDDITO ANTE IMPOSTE PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA	124
TABELLA 5.1 – ROE E NUMERO DI IMPRESE CON ROE POSITIVO (DATI IN %)	131
TABELLA 5.2 – VALORE AGGIUNTO E MOL (VALORI MEDIANI IN %).....	132
TABELLA 5.3 – INDICI DI ROTAZIONE E DI DURATA (VALORI MEDIANI)	134
TABELLA 5.4 – INDICI DI COMPOSIZIONE PATRIMONIALE ED EQUILIBRIO FINANZIARIO (VALORI MEDIANI IN % DEL TOTALE ATTIVO) ..	135
TABELLA 5.5 – STRUTTURA FINANZIARIA (VALORI MEDIANI E IN %)	137

INDICE DELLE FIGURE

FIGURA 2.1- IMPRESE CONTO PROPRIO, CONTO TERZI E SERVIZI PER CLASSI DI FATTURATO	21
FIGURA 2.2 - IMPRESE CONTO PROPRIO, CONTO TERZI E SERVIZI PER CLASSI DI ADDETTI.....	21
FIGURA 2.3 - IMPRESE PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA IN % DEL TOTALE	23
FIGURA 2.4 - ADDETTI PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA IN % DEL TOTALE	23
FIGURA 2.5 - SCHEMA DI STATO PATRIMONIALE ABBREVIATO	27
FIGURA 2.6 - STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO SECONDO IL CRITERIO FINANZIARIO E FUNZIONALE.....	28
FIGURA 3.1- CREDITI A BREVE IN PERCENTUALE DELL'ATTIVO A BREVE PER CLASSE DIMENSIONALE	40
FIGURA 3.2- MAGAZZINO IN PERCENTUALE DELL'ATTIVO A BREVE PER CLASSE DIMENSIONALE	40
FIGURA 3.3- DEBITI A BREVE SU TOTALE DEBITI PER CLASSE DIMENSIONALE	42
FIGURA 3.4- CAPITALE CIRCOLANTE IN PERCENTUALE DEL TOTALE ATTIVO PER CLASSE DIMENSIONALE.....	42
FIGURA 3.5- CREDITI A BREVE IN PERCENTUALE DELL'ATTIVO A BREVE PER TIPOLOGIA DI IMPRESA	45
FIGURA 3.6- PATRIMONIO NETTO IN PERCENTUALE DEL TOTALE PASSIVO PER TIPOLOGIA DI IMPRESA	46
FIGURA 3.7- CAPITALE CIRCOLANTE IN PERCENTUALE DEL TOTALE ATTIVO PER TIPOLOGIA DI IMPRESA	47
FIGURA 3.8- PATRIMONIO NETTO IN PERCENTUALE DEL TOTALE ATTIVO PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA	50
FIGURA 3.9- DEBITI A BREVE SU TOTALE DEBITI PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA	51
FIGURA 3.10- DISTRIBUZIONE DI FREQUENZA ASSOLUTA DEL ROE.....	54
FIGURA 3.11- IMPRESE CHE PRESENTANO PERDITE OPERATIVE	59
FIGURA 3.12 – ROE E ROA PER CLASSE DI ADDETTI (VALORI MEDIANI)	62
FIGURA 3.13 – INCIDENZA PERCENTUALE DELLE IMPOSTE SUL REDDITO ANTE IMPOSTE PER CLASSE DIMENSIONALE.....	66
FIGURA 3.14 – ROE E ROA PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI PERCENTUALI)	68
FIGURA 3.15 – INCIDENZA DEGLI ONERI FINANZIARI SU FATTURATO PER TIPOLOGIA DI IMPRESA.....	70
FIGURA 3.16 – ROE E ROA PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA	72
FIGURA 4.1 – IMPRESE PER NUMERO DI ADDETTI IN % DEL TOTALE	80
FIGURA 4.2 – IMPRESE PER TIPOLOGIA IN % DEL TOTALE.....	81
FIGURA 4.3 – IMPRESE PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA IN % DEL TOTALE	81
FIGURA 4.4 – COMPOSIZIONE DELLA VOCE DEBITI CORRENTI (DATI IN % DELLA VOCE DEBITI CORRENTI).....	85
FIGURA 4.5 – CREDITI COMMERCIALI PER CLASSE DIMENSIONALE (IN % DELLA VOCE ATTIVO CORRENTE)	90
FIGURA 4.6 – STRUTTURA FINANZIARIA PER CLASSE DIMENSIONALE (DATI IN % DEL TOTALE PASSIVO).....	91
FIGURA 4.7 – CAPITALE CIRCOLANTE NETTO COMMERCIALE PER CLASSE DIMENSIONALE (IN % DEL TOTALE ATTIVO).....	93
FIGURA 4.8 – CAPITALE INVESTITO NETTO OPERATIVO PER CLASSE DIMENSIONALE (IN % DEL TOTALE ATTIVO).....	93
FIGURA 4.9 – COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ OPERATIVE PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (IN % DELLE ATTIVITÀ OPERATIVE)	95
FIGURA 4.10 – COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ CORRENTI PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (IN % DELLE ATTIVITÀ CORRENTI).....	95
FIGURA 4.11 – STRUTTURA FINANZIARIA PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (IN % DEL TOTALE PASSIVO).....	96
FIGURA 4.12 – CAPITALE CIRCOLANTE NETTO COMMERCIALE PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (IN % DEL TOTALE ATTIVO).....	97
FIGURA 4.13 – CAPITALE INVESTITO NETTO OPERATIVO PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (IN % DEL TOTALE ATTIVO)	98
FIGURA 4.14 – ATTIVITÀ OPERATIVE STRUTTURALI PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (IN % DEL TOTALE ATTIVO)	100

FIGURA 4.15 – COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ CORRENTI PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (IN % DELLE ATTIVITÀ CORRENTI) ...	100
FIGURA 4.16 – DEBITI FINANZIARI PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (IN % DEL TOTALE PASSIVO)	101
FIGURA 4.17 – CAPITALE CIRCOLANTE NETTO COMMERCIALE PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (IN % DEL TOTALE ATTIVO)	103
FIGURA 4.18 – CAPITALE INVESTITO NETTO OPERATIVO PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (IN % DEL TOTALE ATTIVO).....	103
FIGURA 4.19 – ROE E ROI PER TIPOLOGIA DI IMPRESA (VALORI MEDIANI)	117
FIGURA 4.20 – ROE E ROI PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA.....	122
FIGURA 5.1 – ROE PER CLASSE DIMENSIONALE (VALORI MEDIANI IN %).....	131
FIGURA 5.2 – IMPRESE CHE REGISTRANO PERDITE OPERATIVE	132
FIGURA 5.3 – ROI PER CLASSE DIMENSIONALE (VALORI MEDIANI IN %).....	133
FIGURA 5.4 – ROI PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI MEDIANI)	133
FIGURA 5.5 – CICLO COMMERCIALE PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI MEDIANI IN GIORNI)	134
FIGURA 5.6 – CAPITALE CIRCOLANTE FINANZIARIO PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI MEDIANI).....	136
FIGURA 5.7 – MARGINE DI TESORERIA PER CLASSE DIMENSIONALE (VALORI MEDIANI E IN % DEL TOTALE ATTIVO).....	136
FIGURA 5.8 – MARGINE DI TESORERIA PER TIPOLOGIA (VALORI MEDIANI E IN % DEL TOTALE ATTIVO)	137
FIGURA 5.9 DEBITI FINANZIARI SU TOTALE PASSIVO PER TIPOLOGIA (VALORI MEDIANI)	138
FIGURA 5.10 – INCIDENZA DEGLI ONERI FINANZIARI SU FATTURATO PER SPECIALIZZAZIONE PRODUTTIVA (VALORI MEDIANI IN %) ..	138

BIBLIOGRAFIA

- Ancona F., Dal Bianco A., Spairani A. *Le imprese distrettuali in Lombardia: un'analisi empirica*. Istituto Regionale di Ricerca Lombarda - working paper n.7, 2007
- Andolina P., Vassiliadis E. *Indicatori di bilancio e dinamiche produttive delle imprese manifatturiere italiane. Un'analisi 'three-way' (1987-1996)*. Studi e note di economia, n.1, 2001.
- Banca d'Italia. *Bollettino Economico*, n.54, 2008.
- Banca d'Italia. *Relazione annuale*, 2007.
- Banca Intesa. *Le piccole e medie imprese italiane. Un'analisi sui dati di bilancio*. Franco Angeli, 2000.
- Battaglion M. R. *Quale architettura per l'industria italiana?* Economia e politica industriale, n.4, 2006 .
- Becattini G. *La fioritura della piccola impresa e il ritorno dei distretti industriali*. Economia e politica industriale, n.103, 1999.
- Becchetti L., De Panizza A. , Oropallo F. *Forma giuridica, export e performance dei distretti industriali: un'analisi empirica sull'universo delle imprese italiane*. Rivista Italiana Economisti n. 2, 2003.
- Borazzo F. *Analisi dei dati con Excel 2007. Funzionalità avanzate e utilizzo professionale di Excel*. Apogeo, 2008.
- Borgogni L., Mastrorilli A., Petitta L., Steca P. *L'abc del programma spss*. Franco Angeli, 2004.
- Brandolini A., Bugamelli M. *Rapporto sulle tendenze nel sistema produttivo italiano*. Banca d'Italia - Questioni di economia e finanza, n. 45, 2009.
- Bugamelli M., Cristadoro R., Zevi G. *La crisi internazionale e il sistema produttivo italiano: un'analisi su dati a livello di impresa*. Banca d'Italia - Questioni di economia e finanza, n. 58, 2009.
- Camera di Commercio di Modena. *Indicatori statistici dell'economia e del lavoro*, n.65. E-elle, 2009 .
- Canovi L. *Analisi di bilancio e previsione finanziaria. Principi e strumenti*. Giappichelli, 2003
- Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G. *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale* . Giuffrè, 2003
- Facchinetti I. *Le analisi di bilancio: logica e metodologia delle analisi per margini, indici e flussi per la conoscenza della realtà aziendale*. Il Sole 24 Ore Pirola, 2004

Ferrucci L. *Verso la parabola del decentramento produttivo?* Economia e politica industriale, n.4, 2006.

Foresti G. *Monitor dei distretti: Emilia Romagna*. Servizio studi e ricerche Intesa San Paolo, n.5, 2009.

Foresti G, Guelpa F., Trenti S. *"Effetto distretto": esiste ancora?*. Servizio studi e ricerche, Intesa San Paolo, 2009.

Foresti G, Guelpa F., Trenti S. *Economia e finanza dei distretti industriali, Rapporto annuale n.2*. Servizio studi e ricerche, Intesa San Paolo, 2009.

Foresti G, Guelpa F., Trenti S. *I distretti industriali alla prova della palingenesi*. L'industria, n.3, 2008.

Foresti G, Guelpa F., Trenti S. *Struttura settoriale e dimensione dell'industria italiana: effetti sull'evoluzione della produttività del lavoro*. Servizio studi e ricerche, Intesa San Paolo, 2005

Gerber S.B, Voelkl K.. *Using SPSS for Windows. Data Analysis and Graphics*. Springer, 1999

Giardina B. *Statistica per aziende e ricercatori*. Franco Angeli, 1990.

Iaquinta M.C., Romano G. (A cura di). *Osservatorio Cerved sui bilanci*, luglio 2009, www.cerved.com

IPI. *Le PMI e il sistema produttivo italiano e i più recenti dati congiunturali*. Small business act. Roma, 2009, www.sviluppoeconomico.gov.it

ISTAT. *Rapporto annuale*, 2008.

Catullo E., Mazzeo E., Proietti A. (a cura di). *Osservatorio sull'internazionalizzazione dei distretti industriali n.2*. Istituto nazionale per il commercio estero, Area studi, ricerche e statistiche, 2008.

Ricotta F. *Esportazioni e investimenti diretti esteri: sostituti o complementi? Il caso italiano*. Economia e politica industriale, n.2, 2008

Russo M. *Concorrenza, cooperazione e innovazione nel sistema di imprese metalmeccaniche della provincia di Modena*, Università degli studi di Modena e Reggio Emilia, Dipartimento di Economia Politica, 2009

Russo M. (a cura di). *L'industria meccanica in Italia. Analisi spaziale delle specializzazioni produttive 1951-2001*. Carrocci - pres online, 2008.

Russo M., Whitford J. *Industrial districts in a globalizing world: a model to change or a model of change?* Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia, dipartimento di economia politica, 2009.