



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane  
nel confronto internazionale

di Antonio De Socio

Aprile 2010

numero

66





BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

La situazione economico-finanziaria delle imprese italiane  
nel confronto internazionale

di Antonio De Socio

Numero 66 – Aprile 2010

*La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.*

*La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.*

*La serie è disponibile online sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).*

# LA SITUAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA DELLE IMPRESE ITALIANE NEL CONFRONTO INTERNAZIONALE

di Antonio De Socio\*

## Sommario

Il lavoro analizza le principali differenze tra la struttura finanziaria delle imprese italiane e quella dei paesi europei nel periodo compreso tra il 2004 e il 2007, ossia negli anni che hanno preceduto la crisi finanziaria. L'indagine si basa sui bilanci individuali presenti nell'archivio Amadeus (*Analyse Major Databases from European Sources*).

Le imprese italiane presentano diversi fattori di debolezza rispetto a quelle europee. In primo luogo, esse appaiono caratterizzate da una minore capacità di generare reddito dalla gestione operativa, benché nel periodo considerato abbiano registrato una espansione dei volumi di fatturato leggermente superiore. In secondo luogo, un alto indebitamento, rispetto sia al fatturato sia al capitale di rischio, comporta una più elevata incidenza degli oneri finanziari. In terzo luogo, per le imprese italiane è maggiore il peso dell'indebitamento a breve termine e minore la disponibilità di attività liquide. Infine, è assai elevata la quota di crediti commerciali sul totale dell'attivo. Nel complesso la fragilità finanziaria è confermata dalla più elevata frazione di imprese italiane finanziariamente vulnerabili rispetto alla media europea.

**JEL Classification:** G32, L25.

**Keywords:** redditività, indebitamento, struttura finanziaria.

## Indice

1. Introduzione .....	5
2. Crescita e redditività .....	6
3. Indebitamento e struttura finanziaria .....	8
4. Analisi multivariata.....	14
5. Le imprese finanziariamente deboli.....	18
6. Conclusioni .....	21
Appendice .....	22
Bibliografia .....	26
Tavole statistiche.....	27

---

\* Banca d'Italia, Servizio Studi di struttura economica e finanziaria.



## 1. Introduzione<sup>1</sup>

Il lavoro esamina la situazione economica e finanziaria delle imprese nei 12 paesi che hanno adottato l'euro fin dall'inizio e nel Regno Unito, sulla base di oltre 500 mila bilanci presenti nell'archivio Amadeus (*Analyse Major Databases from European Sources*) per gli anni tra il 2004 e il 2007<sup>2</sup>. I vantaggi di questa base dati, rispetto ad altre pure utilizzate per confronti internazionali, quali BACH (*Bank for the Accounts of Companies Harmonised*) o i conti finanziari nazionali, consistono nell'inclusione di imprese non quotate in borsa e nella presenza di bilanci individuali, che consentono di controllare con maggiore accuratezza quanto le differenze negli indici di bilancio tra paesi siano dovute alle diverse caratteristiche dei sistemi produttivi. Inoltre è possibile analizzare la dispersione delle imprese attorno ai valori medi identificando quelle caratterizzate da maggiori elementi di fragilità.

Il campione Amadeus è costruito in modo tale da garantire una buona rappresentatività per tutti i paesi delle imprese medie e grandi. Si può stimare che per questa tipologia di imprese il grado di copertura del campione in termini di numerosità è pari mediamente a circa il 50 per cento, con un minimo di 7,4 per l'Austria e un massimo di 76,1 per l'Italia. Sono presenti nel campione anche un buon numero di imprese di minore dimensione ("micro" e "piccole" secondo la definizione della Commissione Europea, ovvero aziende con meno di 50 addetti). Il grado di copertura campionaria delle "piccole" imprese è, tuttavia, molto contenuto, valutabile in media all'1,6 per cento, sempre in termini di numerosità delle imprese, con un minimo per l'Austria (0,2 per cento) e un massimo per il Lussemburgo (6,1 per cento). A livello settoriale, il campione presenta un maggiore peso percentuale delle imprese del settore industriale sul totale delle società non finanziarie rispetto a quello effettivamente presente nei paesi considerati. Il sottocampione delle imprese italiane si caratterizza per una buona rappresentatività delle imprese medie e grandi e una ridotta presenza di imprese "piccole", in linea con quella media del campione<sup>3</sup>.

L'analisi è condotta mediante il confronto tra paesi dei principali indicatori economico-finanziari<sup>4</sup>. In particolare sono stati esaminati i tassi di crescita del fatturato nel 2004-2007, gli indici di redditività, gli indicatori del grado e della composizione dell'indebitamento, l'incidenza degli oneri finanziari, il grado di liquidità delle attività dell'impresa e il peso dei debiti commerciali sull'attivo. Il confronto è effettuato sia attraverso i valori mediani degli indicatori calcolati a livello di paese (sezioni 2 e 3), sia ricorrendo ad analisi multivariate per controllare la robustezza dei risultati tenendo conto delle differenze nella composizione del sistema produttivo (sezione 4). Per alcuni di questi indicatori viene proposto anche un confronto con i dati derivati dai conti finanziari dei singoli paesi.

L'analisi relativa ai valori centrali delle distribuzioni dei singoli indicatori è affiancata da un esame della loro dispersione, volta ad individuare le imprese finanziariamente più fragili (sezione 5).

---

<sup>1</sup> Si ringraziano Giorgio Albareto, Giorgio Gobbi e Paolo Finaldi Russo per i commenti forniti a una prima versione del lavoro e Cinzia Chini per la collaborazione nella sua predisposizione. Le opinioni espresse sono quelle dell'autore e non impegnano l'Istituto di appartenenza.

<sup>2</sup> Una analisi relativa al periodo 1995-2006 con i dati di Amadeus è sviluppata in Longhi e Zaghini (2008).

<sup>3</sup> Si veda l'Appendice, sezione A, per una descrizione generale della base dati e una presentazione dettagliata dei dati utilizzati e della loro rappresentatività.

<sup>4</sup> Nella sezione B dell'Appendice sono descritte le modalità di costruzione degli indicatori.

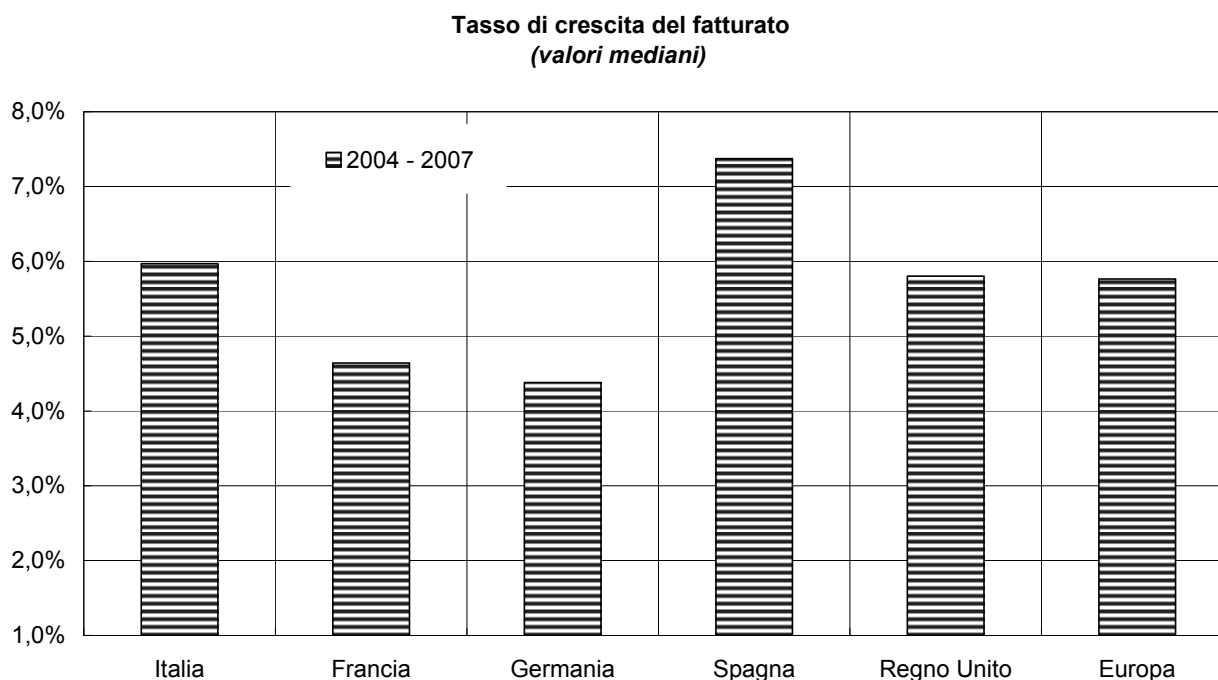
## 2. Crescita e redditività

Tra il 2004 e il 2007 il tasso di crescita del fatturato per i 13 paesi considerati (“Europa”) è stato pari al 5,8 per cento in media d’anno (Fig. 1). Il valore più elevato si è registrato in Spagna (7,4 per cento), quello più basso in Germania (4,4). Per l’Italia la crescita del fatturato è stata in linea con quella complessiva (6,0 per cento).

Nel complesso, in tutti i paesi considerati la variazione del fatturato è più elevata tra le imprese di maggiore dimensione (Tav. 1). In Italia la crescita del fatturato delle imprese medie e grandi è stata leggermente superiore a quella osservata per il totale dei 13 paesi. Per le imprese piccole invece il tasso di crescita risulta inferiore rispetto a quello del complesso dei paesi, e superiore solo a Germania e Regno Unito.

Riflettendo verosimilmente l’andamento dei prezzi e delle compravendite degli immobili, il settore che mostra i tassi di crescita maggiori nel periodo considerato è quello delle costruzioni. In Italia questo settore è cresciuto molto meno rispetto agli altri paesi, mentre nelle imprese manifatturiere la crescita è stata inferiore solo a quella della Spagna. Nei servizi e nell’energia, dove Spagna e Regno Unito mostrano i tassi di crescita più elevati, il valore dell’Italia è in una posizione intermedia tra quelli dei principali paesi europei.

Fig.1



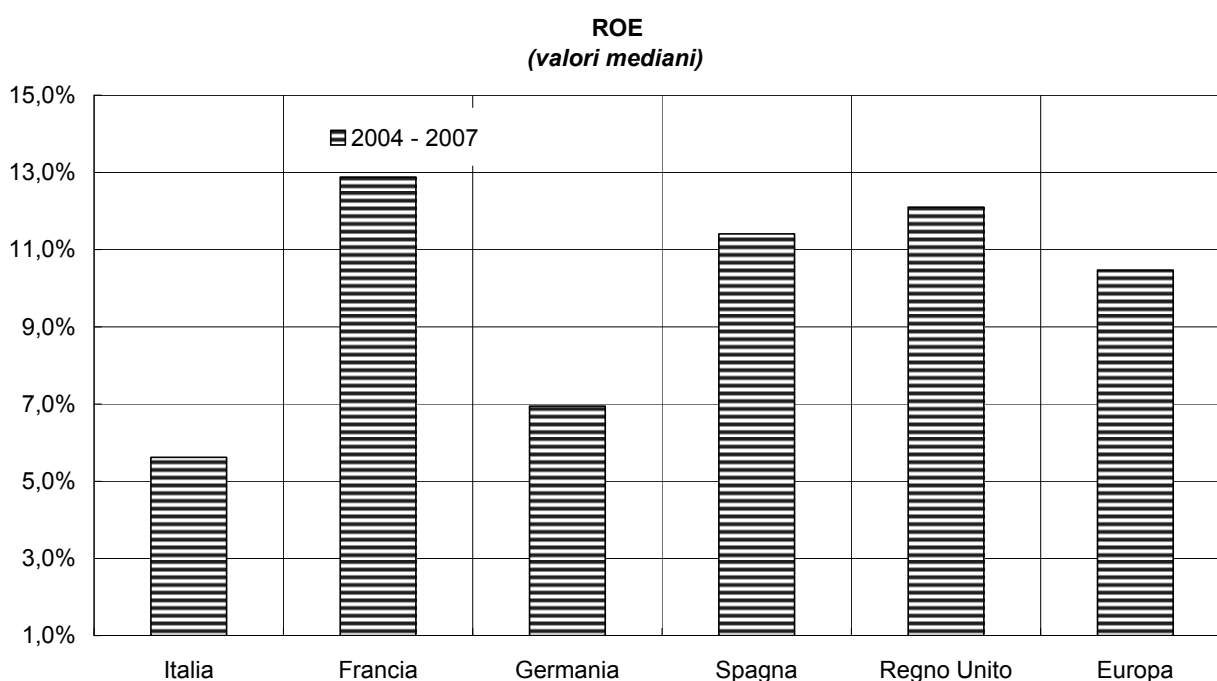
Considerando come indicatore di redditività netta il ROE, dato dal rapporto tra i profitti netti e il patrimonio netto, le differenze tra le imprese italiane e quelle degli altri paesi sono molto elevate. Nel periodo considerato il ROE nel totale dei 13 paesi presi in esame è stato pari al 10,5 per cento in media d’anno (Fig. 2), a fronte del 5,6 per l’Italia, il valore più basso fra tutti i paesi considerati<sup>5</sup>. Questo risultato potrebbe dipendere, fra l’altro, dal peso degli oneri finanziari (cfr. sezioni successive), oppure dalla minore capacità delle imprese italiane di generare reddito dalla gestione operativa (cfr. *infra*).

<sup>5</sup> Il valore del ROE per le imprese italiane del campione Amadeus nel 2007 (5,8 per cento) non è molto diverso da quello presentato dall’Istat (2009) per le società di capitale (6,6 per cento).

La redditività netta è correlata alla dimensione d'impresa: nel totale dei paesi considerati le imprese piccole hanno un valore del 7,7 per cento, mentre per le altre il ROE si colloca oltre l'11 per cento (Tav. 2). Le differenze osservate tra l'Italia e gli altri principali paesi sono confermate quasi interamente nelle tre classi dimensionali, in particolare fra le imprese medie e grandi.

Nei 13 paesi europei la redditività complessiva è molto elevata nel settore delle costruzioni (16,2 per cento), vicina al valore totale per manifattura e servizi e leggermente inferiore per il settore energetico. In tutti i settori l'Italia ha un ROE più contenuto; la differenza è marcata nel comparto delle costruzioni, dove l'indice è pari ad appena il 3,6 per cento. Il settore manifatturiero presenta invece la redditività maggiore (5,7 per cento) sebbene inferiore di oltre 4 punti percentuali rispetto al totale delle imprese del campione operanti nello stesso comparto.

Fig. 2



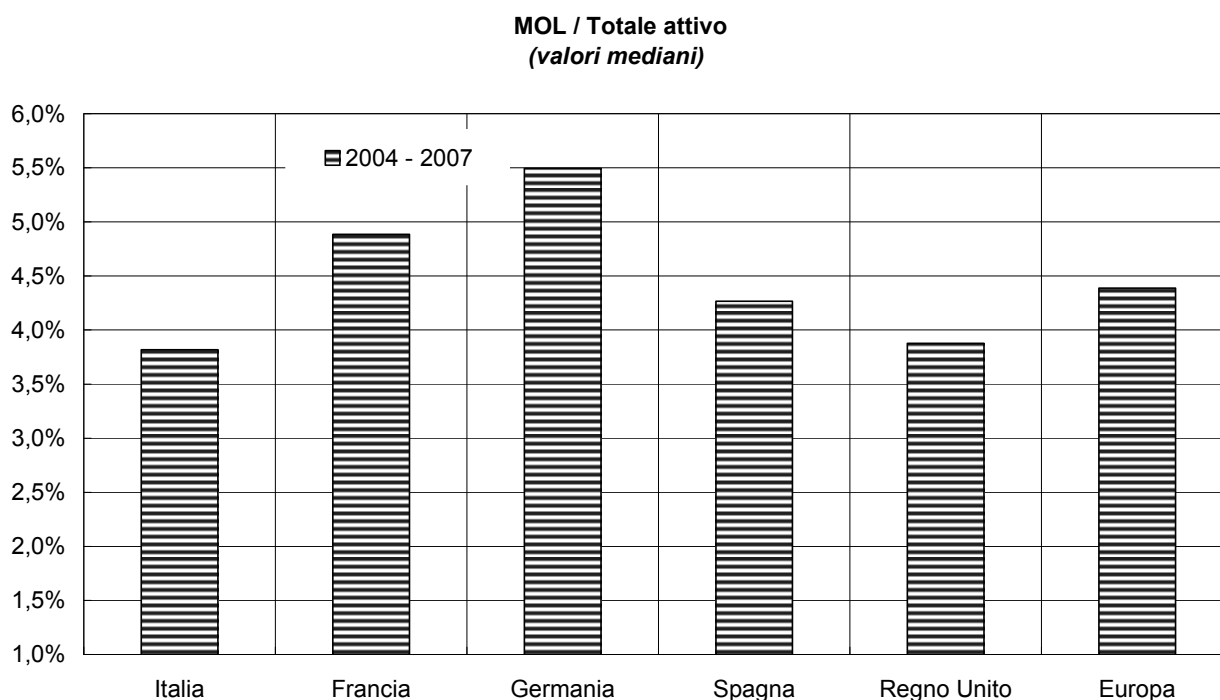
Prendendo in considerazione la redditività operativa è possibile spiegare una parte della minore redditività complessiva delle imprese italiane. Il rapporto tra il MOL e l'attivo delle imprese europee è rimasto stabile al 4,4 per cento. Per le imprese italiane il rapporto è inferiore (3,8 per cento), vicino a quello del Regno Unito e nettamente più basso rispetto a Germania e Francia (Fig. 3).

In tutti i paesi considerati anche la redditività operativa è correlata positivamente con la dimensione: ad esempio, per le piccole imprese essa è pari al 2,4 per cento, mentre per le altre si colloca attorno al 5 per cento (Tav. 3). Il differenziale riscontrato per le imprese italiane rispetto agli altri principali paesi è particolarmente ampio per le imprese più grandi, che hanno una redditività operativa inferiore di quasi un punto percentuale rispetto al totale dei paesi.

La redditività operativa per le imprese europee è stata attorno al 5 per cento nei settori delle costruzioni e della manifattura, più elevata di circa un punto percentuale rispetto a quella

delle imprese dei servizi. Le imprese italiane hanno una redditività vicina a quella del totale dei paesi nel settore dei servizi e leggermente inferiore per le imprese manifatturiere. Risulta invece nettamente inferiore, anche rispetto ai quattro maggiori paesi europei, sia nel settore dell'energia sia in quello delle costruzioni.

Fig. 3



La minore redditività operativa delle imprese italiane non pare dipendere dal costo del lavoro: in rapporto al fatturato risulta essere inferiore rispetto alla media europea. La ridotta presenza di dati relativi al valore aggiunto per vari paesi (Grecia, Irlanda, Lussemburgo, Olanda, Portogallo e Regno Unito) non consente una buona comparazione della produttività del lavoro, espressa dal rapporto fra il valore aggiunto e il numero di addetti, per il campione Amadeus. Secondo i dati aggregati di fonte Istat (2009) le imprese italiane presentano una minore produttività del lavoro; il minor costo del lavoro consente, in parte, di recuperare competitività rispetto agli altri paesi europei. Una ulteriore spiegazione della minore redditività operativa potrebbe essere la più bassa produttività totale dei fattori. Le più recenti stime dell'OCSE (OECD, 2008), relative alla prima parte del decennio, mostrano che la produttività dell'Italia si è ridotta di circa 0,5 punti percentuali all'anno, a fronte di incrementi vicini all'1 per cento in Germania e Francia, all'1,3 nel Regno Unito e a oltre l'1,5 per cento negli Stati Uniti e in Giappone.

### 3. Indebitamento e struttura finanziaria

Nel quadriennio preso in considerazione il valore del leverage, calcolato come rapporto fra i debiti finanziari e gli accantonamenti ai fondi e la loro somma con il patrimonio netto<sup>6</sup>, è rimasto stabile attorno al 47,4 per cento nel complesso dei paesi (Fig. 4). L'Italia ha il valore più

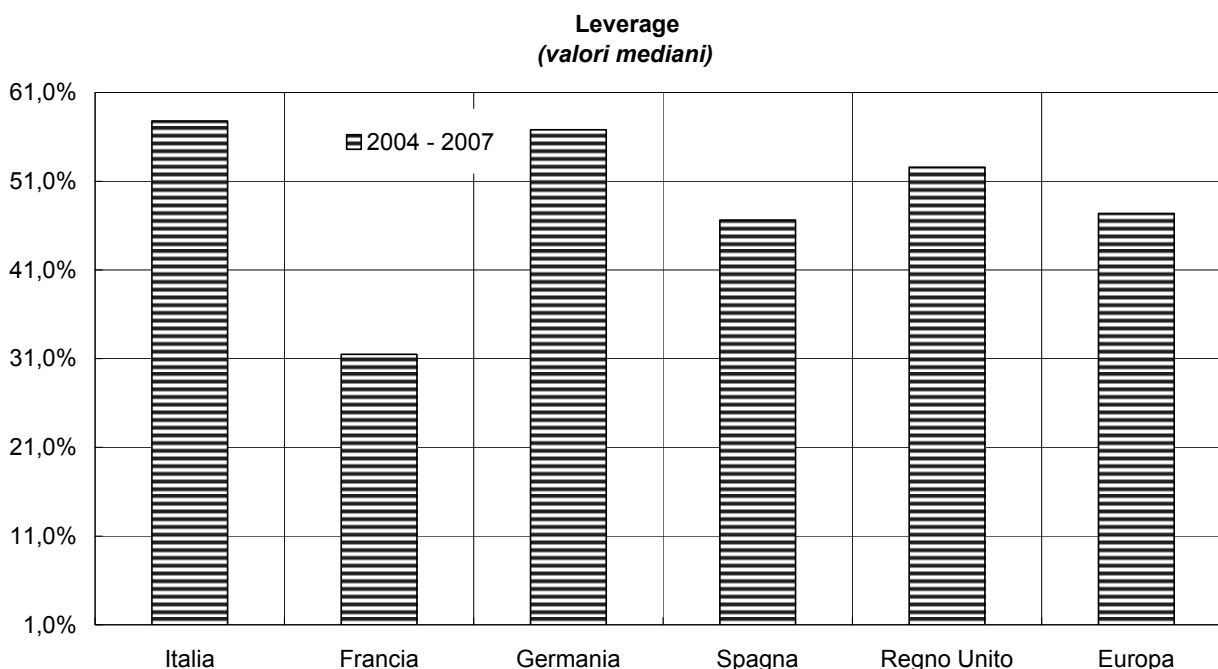
<sup>6</sup> La banca dati Amadeus non consente di distinguere nel dettaglio i debiti finanziari a medio e a lungo termine. Si è quindi utilizzata una definizione più ampia delle passività a medio e a lungo termine, che include anche i fondi accantonati. I risultati in termini di differenziali tra paesi restano sostanzialmente simili anche considerando una versione più ristretta.

alto fra tutti i paesi considerati (57,8 per cento); tra i maggiori paesi il rapporto è vicino a quello della Germania (in cui è però diminuito nel quadriennio) e molto superiore rispetto al leverage delle imprese francesi (31,5 per cento). Tali dati risultano più elevati rispetto a quelli che si possono ricavare dai conti finanziari dei singoli paesi; questo vale in particolare per l'Italia, in cui il leverage, calcolato come rapporto fra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto, risulta essere attorno al 40 per cento, non dissimile da quello degli altri principali paesi, ad eccezione della Francia<sup>7</sup>.

Nelle imprese europee il leverage si riduce leggermente al crescere della dimensione dell'impresa passando dal 50,1 per cento delle imprese piccole al 46,5 per cento delle grandi (Tav. 4). Il differenziale nella leva finanziaria delle imprese italiane rispetto a quella degli altri paesi europei tende a concentrarsi fra le imprese medio-grandi.

Il grado di indebitamento risulta più elevato nel settore dell'energia (50,1 per cento) e più contenuto fra le imprese delle costruzioni (43,9 per cento). La scomposizione per settore evidenzia alcune differenze delle imprese italiane. Nella manifattura e nei servizi il rapporto è più elevato rispetto al valore europeo di circa 12 punti percentuali, nel settore delle costruzioni di circa 25 punti percentuali, mentre il settore energetico ha un leverage inferiore a quello complessivo dei paesi europei.

Fig. 4

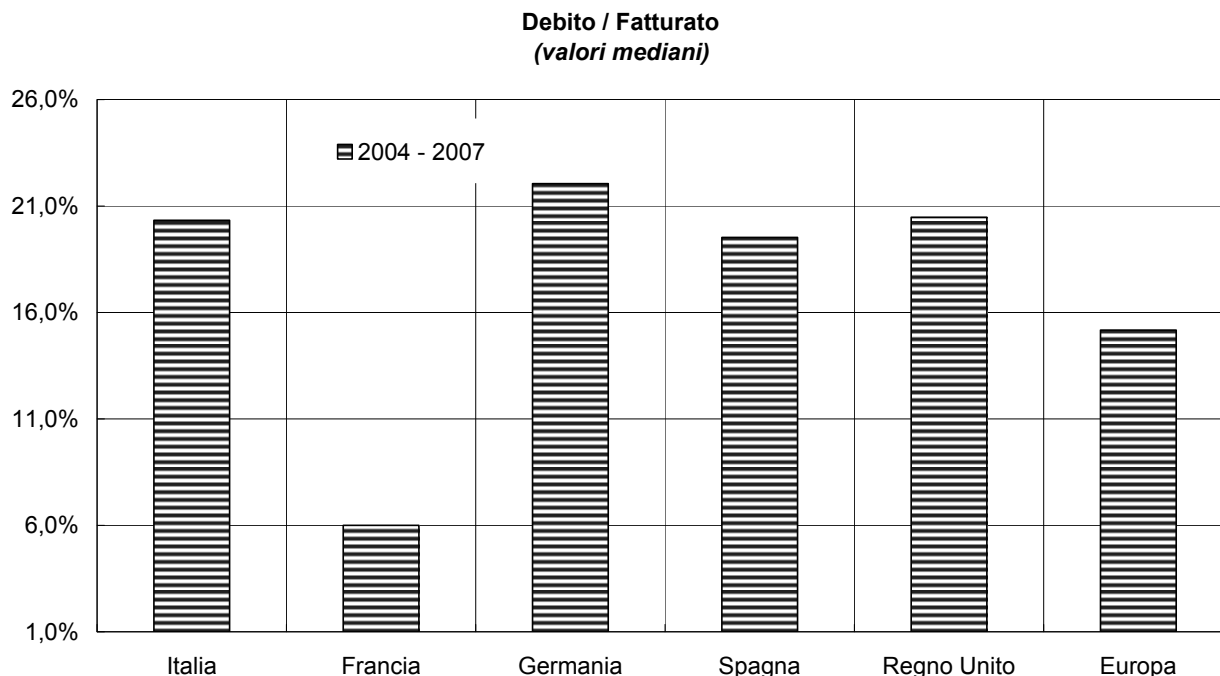


Nel periodo considerato il valore del debito in rapporto al fatturato è pari al 15,2 per cento in media d'anno per i paesi europei (Fig. 5). Tra i principali paesi il più indebitato risulta la Germania, anche se il rapporto è sceso fra il 2004 e il 2007. Nello stesso periodo l'indice è cresciuto per Italia e Spagna, che risultano i paesi più indebitati nel 2007 (22,2 per cento).

<sup>7</sup> I valori più elevati nel campione Amadeus possono dipendere dall'inclusione dei fondi accantonati fra i debiti finanziari. Una ulteriore differenza dipende dalla modalità di valutazione del patrimonio netto, effettuata nei conti finanziari al valore di mercato. In particolare, questo potrebbe contribuire a spiegare il maggiore differenziale per l'Italia, dove la presenza di azioni e partecipazioni non quotate, maggiormente soggetta a stime, è più elevata.

L'analisi dimensionale e settoriale di questo secondo indicatore di indebitamento conferma le differenze fra l'Italia e le imprese europee indicate in precedenza per il leverage (Tav. 5).

Fig. 5



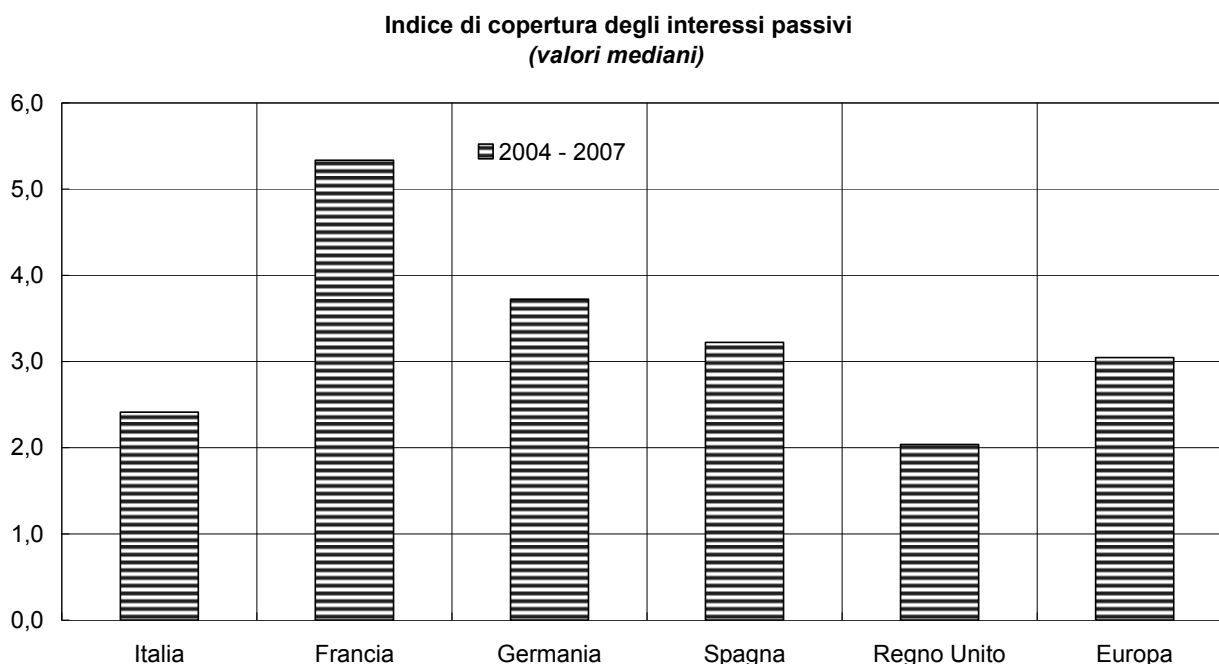
L'utilizzo di questo secondo indicatore di indebitamento evidenzia una distanza inferiore tra le imprese italiane e quelle europee. Una possibile spiegazione è costituita dalla minore patrimonializzazione delle imprese italiane, il cui livello è preso in considerazione nel calcolo del leverage. Nel complesso la maggiore propensione al debito piuttosto che al capitale di rischio delle imprese italiane può essere collegata ad alcune caratteristiche della struttura societaria, fortemente basata sulla presenza di imprese familiari con un elevato grado di chiusura rispetto all'ingresso di nuovi soci o ad altri investitori esterni (Bianchi, Bianco, Giacomelli, Paces e Trento, 2005). Una ulteriore spiegazione può essere rappresentata dalla elevata tassazione dei redditi e dalla deducibilità degli interessi passivi, che possono far propendere per una minore presenza di capitale proprio (per una recente analisi di questi due aspetti vedi Brandolini, Bugamelli et al., 2009).

Il peso del debito ha un impatto sui conti economici delle imprese attraverso i costi degli interessi ad esso associati. Prendendo i dati in media d'anno, l'indice di copertura degli interessi passivi, misurato dal rapporto fra il MOL e gli interessi passivi, risulta inferiore alla media europea per le imprese italiane (Fig. 6). Dai dati del campione è possibile stimare che la differenza dipende quasi interamente dal maggior peso del debito, piuttosto che dal differenziale di costo. L'indicatore si è ridotto nel quadriennio in tutti i paesi, ad eccezione della Germania. Riflettendo l'aumento dell'indebitamento e dei tassi di interesse nel 2007, il valore mediano nel complesso dei paesi è sceso a 2,7. Per le imprese italiane l'elevato indebitamento e la minore redditività si riflettono in una più contenuta capacità di coprire gli oneri finanziari con le risorse interne: l'indice di copertura rimane nettamente inferiore alla media dei 13 paesi (2,1 nel 2007) e leggermente più elevato solo rispetto al Regno Unito.

Nel complesso dei paesi, l'indice di copertura risulta pari a 1,5 per le imprese piccole, mentre è maggiore di 3,5 per le altre (Tav. 6). In Italia le differenze fra le classi dimensionali di imprese sono inferiori. Il maggiore peso degli oneri finanziari si concentra fra le imprese medie e grandi (che presentano anche livelli più elevati di indebitamento) per le quali l'indice assume il valore minimo tra i paesi considerati (poco superiore a 2,5).

L'indice di copertura mostra ampie variazioni settoriali per il totale dei 13 paesi, essendo compreso fra 2,8 nei servizi e 5,5 nelle costruzioni. L'Italia presenta rilevanti differenze rispetto agli altri paesi. Da un lato le imprese delle costruzioni hanno un indice di 2,1, nettamente inferiore rispetto a quello degli altri principali paesi, dall'altro nel settore dei servizi il rapporto è pari a 2,5, non dissimile dalle imprese europee.

Fig. 6

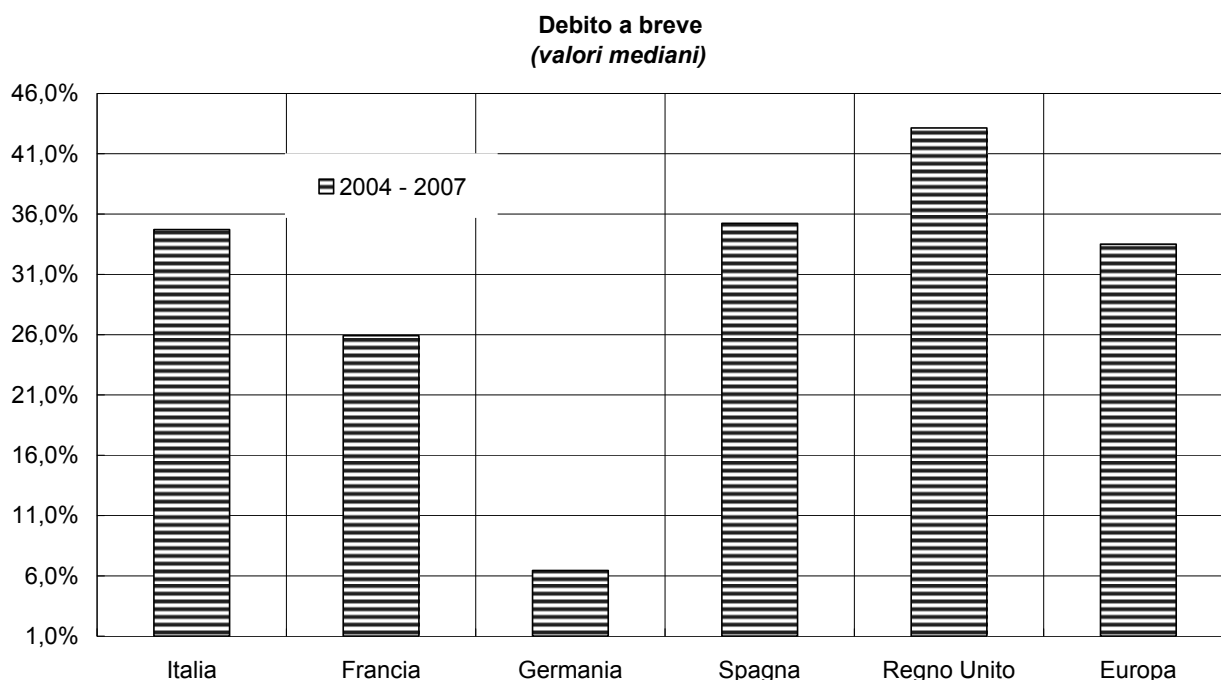


La vulnerabilità indotta dal peso del debito dipende anche dalla necessità di provvedere al suo rifinanziamento. Con riferimento alla composizione dei debiti, per il totale dei 13 paesi il peso del debito a breve termine è pari al 33,5 per cento (Fig. 7). L'Italia ha un rapporto più elevato (34,7 per cento) e si colloca in una posizione intermedia fra i maggiori paesi europei. Rispetto ai dati calcolati dai conti finanziari dei singoli paesi emergono alcune differenze rilevanti. Per Francia, Italia e Regno Unito i valori ottenuti con il campione Amadeus risultano inferiori, ma simili: questo potrebbe essere spiegato dalla presenza dei fondi accantonati fra le passività a medio e a lungo termine. Invece per Spagna e Germania i valori sono molto diversi: dai conti finanziari la Spagna risulta avere il rapporto inferiore tra i principali paesi (17,9 per cento nel 2007), seguita dalla Germania (28,4 per cento).

Nel complesso dei paesi europei, il ruolo del finanziamento a breve termine appare più significativo per le imprese di minore dimensione, per cui è pari al 41,3 per cento, rispetto al 26,9 per cento di quelle grandi (Tav. 7). Le differenze tra le imprese italiane e quelle degli altri paesi si confermano in tutte le classi dimensionali.

Prendendo in considerazione le attività svolte dalle imprese europee, risulta che il settore energetico ha un peso del debito a breve (14,2 per cento) nettamente inferiore rispetto agli altri, per cui si colloca fra il 32 e il 34 per cento. La peculiarità del settore energetico è verosimilmente ascrivibile alla maggiore dimensione delle imprese al suo interno. Per l'Italia il peso del debito a breve delle imprese energetiche risulta relativamente elevato (24,3 per cento, inferiore solo a quello del Regno Unito), mentre per gli altri settori il valore è circa 2 punti percentuali superiore rispetto alla media delle imprese europee, in una posizione intermedia rispetto ai principali paesi.

Fig. 7



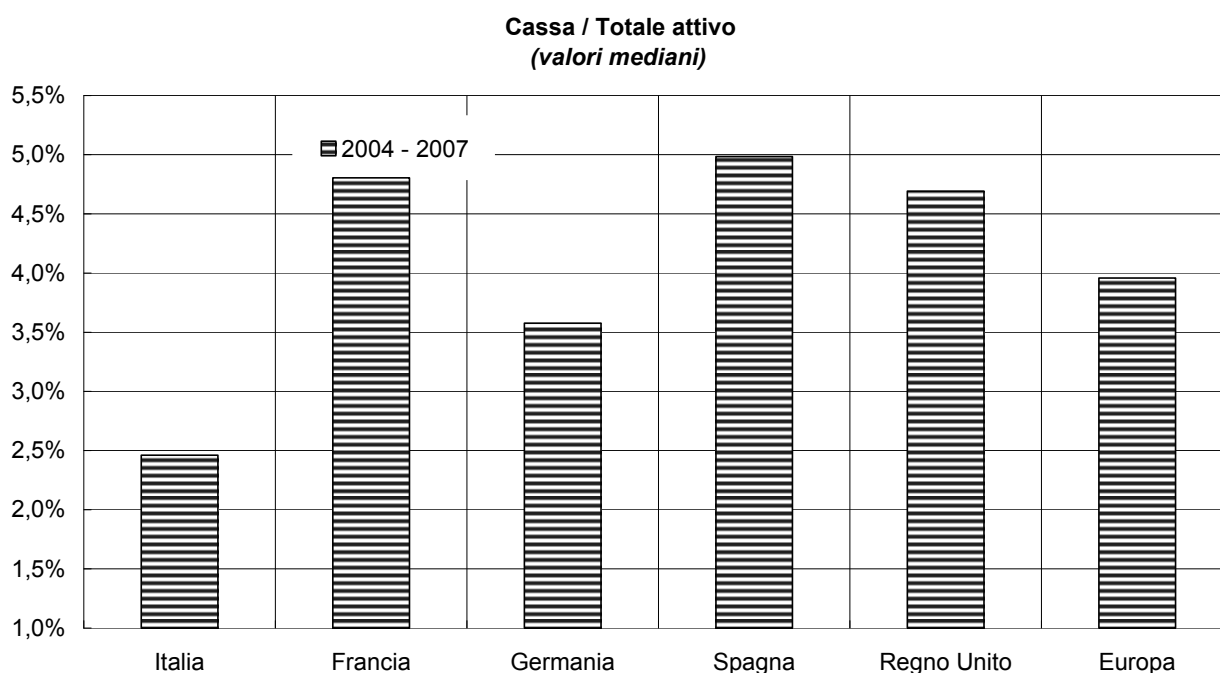
In un periodo di maggiore difficoltà di accesso alla liquidità, diventa più importante detenere scorte di cassa per far fronte ai flussi della normale attività d'impresa. La quota di attivo detenuta sotto forma di cassa dalle imprese europee è pari al 4,0 per cento (Fig. 8). Tra i maggiori paesi europei l'Italia presenta un rapporto inferiore, pari al 2,5 per cento. Utilizzando i dati dei conti finanziari, invece l'Italia si colloca in una posizione intermedia per quanto riguarda il peso percentuale delle attività liquide (circolante e depositi) sul totale delle attività finanziarie. Il rapporto, pari a circa il 12%, è superiore rispetto a Francia e Spagna, ma inferiore rispetto a Germania e Regno Unito<sup>8</sup>.

La minore liquidità detenuta dalle imprese italiane risulta confermata in tutte le classi dimensionali (Tav. 8).

Nel totale dei paesi europei, la liquidità varia notevolmente tra settori. Il rapporto è minimo nella manifattura e nell'energia (inferiore al 3,5 per cento) e massimo in quello delle costruzioni (6,4). L'Italia continua a presentare in tutti i settori il più basso rapporto di liquidità fra i principali paesi europei, anche se con alcune differenze rilevanti: le imprese dei servizi hanno un rapporto del 2,9 per cento, mentre per le altre è poco superiore al 2 per cento.

<sup>8</sup> I dati non sono perfettamente confrontabili perché nei conti finanziari non sono incluse le attività reali al denominatore.

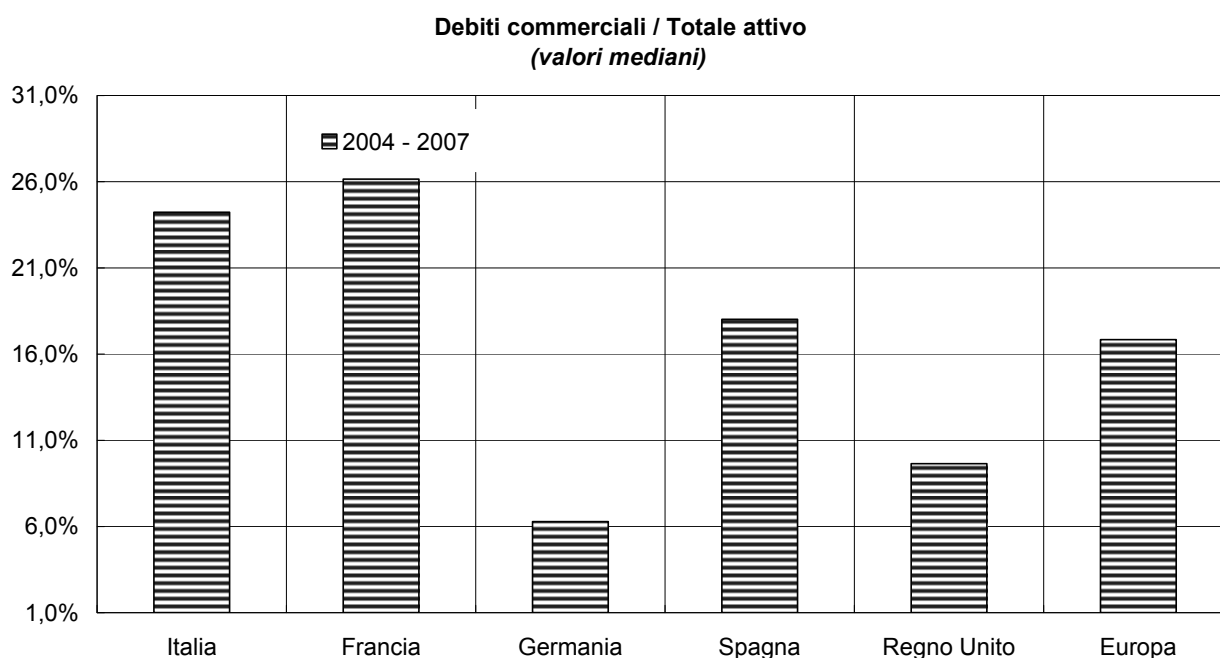
Fig. 8



Le imprese possono utilizzare un canale di finanziamento ulteriore rispetto a quello finanziario, derivante dai legami con i propri fornitori. Il rapporto dei debiti commerciali sull'attivo nei 13 paesi considerati è pari, in media d'anno, al 16,8 per cento (Fig. 9). L'Italia presenta un valore di questa fonte di finanziamento (24,2 per cento) inferiore solo alla Francia tra i principali paesi europei. I valori sono comparabili con quelli ottenuti dai conti finanziari per Italia, Spagna e Regno Unito. Sono invece molto diversi per Germania e soprattutto Francia, paesi nei quali questo rapporto è pari a circa il 10 per cento.

Per il totale dei paesi considerati l'utilizzo di finanziamenti tramite rapporti commerciali sembra rilevante soprattutto per le imprese piccole e medie, per cui pesa attorno al 19 per cento dell'attivo (Tav. 9). Per l'Italia il ruolo del debito commerciale rispetto agli altri principali paesi risulta confermato per tutte le classi dimensionali: questo canale di finanziamento è rilevante soprattutto per le imprese piccole e medie, per cui pesa circa il 25 per cento, ma risulta importante anche per le imprese grandi (20 per cento).

Il maggior ricorso al debito commerciale per il complesso dei paesi considerati si registra nel settore delle costruzioni (26,5 per cento), mentre nel settore energetico il suo apporto è marginale (5,4 per cento). La maggiore rilevanza del debito commerciale in Italia riguarda tutti i settori, ad eccezione di quello delle costruzioni (23,1 per cento), dove le imprese italiane si collocano in una posizione intermedia rispetto agli altri principali paesi europei.



#### 4. Analisi multivariata

Il confronto fra i valori medi dell'Italia e degli altri paesi per i singoli indicatori è stato svolto con l'ausilio di regressioni sull'intero campione di imprese, nel periodo 2004-2007. In questo modo si è cercato di verificare la robustezza dei risultati ottenuti confrontando le mediane dei singoli indicatori tra i diversi paesi. Le regressioni sono state effettuate con il metodo dei Minimi Quadrati Ordinari, inserendo tre *dummy* per il controllo degli anni 2004-2006 (*Pooled OLS*). Per tenere conto della presenza di *outlier*, sono stati utilizzati i valori delle variabili compresi fra il primo e il novantanovesimo percentile.

Nel modello di base i nove indicatori per cui si è svolto il confronto sono stati stimati in funzione di due *dummy* dimensionali (medie e grandi imprese) e tre *dummy* settoriali (manifattura, servizi e costruzioni). Per verificare la significatività delle differenze negli indici di bilancio tra le imprese italiane e le altre imprese europee si è inserita tra i regressori una *dummy* "IT" che assume valore uno per le prime. Al fine di controllare la robustezza di questa variabile aggiuntiva, sono state successivamente inserite altre 11 *dummy* relative agli altri paesi (ad eccezione della Francia, usata come paese *benchmark*), in modo da cogliere le differenze tra le imprese italiane e quelle degli altri singoli paesi, anziché considerarli come se fossero un unico gruppo. Infine, in ulteriori stime il campione è stato suddiviso tra imprese italiane ed europee attraverso l'introduzione di variabili di interazione tra la *dummy* "IT" e le diverse *dummy* dimensionali e settoriali. L'obiettivo di quest'ultimo esercizio è verificare quanto le differenze osservate in media per l'intero campione si concentrino in determinati settori o classi dimensionali, valutandone la significatività attraverso l'uso di *t-test* per le 12 combinazioni ottenute dai 4 settori e dalle 3 dimensioni considerate.

Per ognuno dei 9 indicatori ci sono quindi 4 regressioni<sup>9</sup>:

$$Ind_{i,t} = \alpha + \sum_{S=1}^4 \beta_s S + \sum_{D=1}^2 \beta_d D + \sum_{t=2004}^{2006} \beta_t t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Ind_{i,t} = \alpha + \beta_{IT} IT + \sum_{S=1}^4 \beta_s S + \sum_{D=1}^2 \beta_d D + \sum_{t=2004}^{2006} \beta_t t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$Ind_{i,t} = \alpha + \beta_{IT} IT + \sum_{C=1}^{11} \beta_C C + \sum_{S=1}^4 \beta_s S + \sum_{D=1}^2 \beta_d D + \sum_{t=2004}^{2006} \beta_t t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$Ind_{i,t} = IT * \left( \prod_{j=1,k=1}^{j=4,k=3} \beta_{SD} S_j * D_k \right) + \prod_{j=1,k=1}^{j=4,k=3} \beta_{SD} S_j * D_k + \sum_{t=2004}^{2006} \beta_t t + S_{na} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

dove:

- i settori inclusi nella variabile indicatore ( $S$ ) sono *manifattura, servizi, costruzioni, non assegnato*; ( $S_j$ ) include anche *energia*, ma esclude *non assegnato* ( $S_{na}$ );
- le dimensioni incluse nella variabile indicatore ( $D$ ) sono *medie e grandi*; ( $D_k$ ) include anche *piccole*;
- la variabile indicatore ( $IT$ ) identifica le imprese italiane e la variabile indicatore ( $C$ ) include le imprese degli altri paesi, ad eccezione della Francia.

In generale i risultati dell'analisi multivariata confermano quelli ottenuti prendendo in considerazione solamente le mediane delle classi dimensionali o del settore di attività economica, mostrando come le imprese italiane siano fra quelle caratterizzate da più numerosi elementi di debolezza. In particolare, la regressione (4) consente di esaminare in maggiore dettaglio quali siano le combinazioni classe dimensionale/settore di attività economica dove si concentrano le maggiori differenze fra le imprese italiane e quelle europee. I risultati dei *t-test* derivati dai coefficienti di queste regressioni sono riportati nelle Tavv. R1-R3.

Tav. R1

Differenza Italia-Europa	Variazione fatturato	ROE	MOL/Attivo
<i>Piccole Energia</i>	-0,0529***	-0,0264	0,0022**
<i>Piccole Costruzioni</i>	-0,0522	-0,1658***	-0,0533***
<i>Piccole Manifattura</i>	-0,0104***	-0,0644***	-0,0073***
<i>Piccole Servizi</i>	0,0006	-0,0639***	-0,0036***
<i>Medie Energia</i>	0,0034	-0,0646***	-0,0322***
<i>Medie Costruzioni</i>	-0,0321***	-0,1629***	-0,0299***
<i>Medie Manifattura</i>	0,0074***	-0,0706***	-0,0106***
<i>Medie Servizi</i>	0,0005	-0,1001***	-0,0171***
<i>Grandi Energia</i>	0,0083	-0,0592***	-0,0326***
<i>Grandi Costruzioni</i>	-0,0154	-0,2018***	-0,0272***
<i>Grandi Manifattura</i>	0,0102***	-0,0759***	-0,0096***
<i>Grandi Servizi</i>	0,0019	-0,1205***	-0,0151***
<i>Totale</i>	0,0018**	-0,0913***	-0,0126***

Nota: Livelli di significatività: \* p<0.10 \*\*p <0.05 \*\*\*p<0.01

<sup>9</sup> I numeri corrispondono alle colonne delle Tavv. 10-14; le Tavv. 15-17 contengono le regressioni (4).

Nel complesso i risultati delle stime econometriche mostrano che, controllando per le differenze nella composizione settoriale e dimensionale della struttura produttiva dei paesi considerati, le imprese italiane hanno un tasso di crescita del fatturato in media più elevato rispetto agli altri paesi di circa 0,2 punti percentuali (Tav. 10). Questa espansione dei ricavi risulta superiore rispetto ai principali paesi, ad eccezione della Spagna. Il risultato deriva prevalentemente dal contributo delle imprese medio-grandi del comparto manifatturiero (Tav. R1 e Tav. 15).

Le stime econometriche confermano che, tenuto conto della dimensione e del settore di attività economica, il ROE delle imprese italiane è inferiore rispetto alla media di 9,1 punti percentuali (Tav. 10). Il confronto con tutti gli altri paesi mostra che le imprese italiane hanno di gran lunga il ROE più basso fra tutti i paesi considerati. Le differenze nella redditività complessiva fra le imprese italiane e quelle europee sono particolarmente elevate, oltre che nel settore delle costruzioni, anche fra le imprese medio-grandi del settore dei servizi (Tav. R1 e Tav. 15). La minore redditività complessiva delle imprese italiane e le sue caratteristiche settoriali e dimensionali permangono anche tenendo conto dell'effetto negativo sulla redditività dell'indebitamento, che è più elevato in Italia rispetto agli altri paesi: includendo il leverage tra i regressori la differenza tra il ROE delle imprese italiane e quello degli altri paesi rimane pari a circa 8 punti percentuali (Tav. 15, col. 2a)<sup>10</sup>.

I risultati delle regressioni confermano che, a parità di dimensione e settore di attività economica, le imprese italiane hanno un rapporto tra MOL e totale attivo inferiore rispetto alla media degli altri paesi di 1,3 punti percentuali (Tav. 11). Il valore è, assieme a quello del Regno Unito, il più basso fra tutti i paesi considerati. Il differenziale tra le imprese italiane e quelle europee è negativo in quasi tutti i settori, in particolare in quello delle costruzioni e dell'energia ed è più elevato per le imprese medio-grandi (Tav. R1 e Tav. 15).

Tav. R2

<b>Differenza Italia-Europa</b>	<i>Leverage</i>	<i>Debito/fatturato</i>	<i>Copertura interessi passivi</i>
<i>Piccole Energia</i>	-0,1967***	-0,0400	2,3657***
<i>Piccole Costruzioni</i>	0,0812**	0,0917*	-8,4796***
<i>Piccole Manifattura</i>	0,0485***	0,0088*	-2,3738***
<i>Piccole Servizi</i>	0,0013	-0,0224***	-0,7695***
<i>Medie Energia</i>	-0,0395***	-0,1319***	-1,4461**
<i>Medie Costruzioni</i>	0,2224***	0,2265***	-8,1493***
<i>Medie Manifattura</i>	0,1188***	0,0905***	-2,771***
<i>Medie Servizi</i>	0,093***	0,0142***	-2,883***
<i>Grandi Energia</i>	-0,0443***	-0,115***	-2,3354***
<i>Grandi Costruzioni</i>	0,1811***	0,2159***	-5,8863***
<i>Grandi Manifattura</i>	0,0515***	0,0485***	-2,9096***
<i>Grandi Servizi</i>	0,0883***	0,0019	-1,8986***
<i>Totale</i>	0,0765***	0,0393***	-2,4772***

Nota: Livelli di significatività: \* p<0.10 \*\*p <0.05 \*\*\*p<0.01

I test econometrici indicano che l'Italia ha un leverage più elevato rispetto alla media di 7,7 punti percentuali, anche tenendo conto delle caratteristiche della struttura produttiva (Tav. 11). Il valore risulta essere inferiore solo rispetto alla Germania. La maggiore leva delle imprese

<sup>10</sup> La differenza rimane simile inserendo nella regressione il rapporto fra interessi passivi e attivo anziché il leverage.

italiane risulta concentrata fra quelle delle costruzioni e fra le imprese medio-grandi di tutti i settori ad eccezione dell'energia (Tav. R2 e Tav. 16).

Tenendo conto della struttura del sistema produttivo, i risultati delle stime econometriche mostrano che le imprese italiane hanno un rapporto tra debiti finanziari e fatturato più elevato di 3,9 punti percentuali rispetto agli altri paesi (Tav. 12)<sup>11</sup>. La minore distanza dalla media europea per questo secondo indicatore di indebitamento è dovuta alla presenza di molti paesi con un rapporto superiore rispetto all'Italia, fra cui Spagna e Regno Unito. Il differenziale è da attribuire soprattutto al maggiore indebitamento delle imprese delle costruzioni ed a quelle medio-grandi della manifattura (Tav. R2 e Tav. 16).

Le risultanze delle stime econometriche confermano che l'indice di copertura medio delle imprese italiane risulta più basso di circa 2,5, anche considerando l'effetto della composizione settoriale e dimensionale (Tav. 12)<sup>12</sup>. Le imprese italiane hanno uno dei rapporti più bassi, superiore solo al Portogallo. Il differenziale tra le imprese italiane e quelle europee deriva prevalentemente dalla minore copertura degli oneri finanziari delle imprese medie e grandi e di quelle operanti nel settore delle costruzioni (Tav. R2 e Tav. 16). Una stima econometrica che include tra i regressori anche il livello di indebitamento conferma che la minore capacità di copertura degli oneri finanziari delle imprese italiane dipende essenzialmente dalla struttura finanziaria (Tav. 16, col. 2a).

Tav. R3

<b>Differenza Italia-Europa</b>	<i>Debito a breve</i>	<i>Cassa/Attivo</i>	<i>Debito commerciale/ Attivo</i>
<i>Piccole Energia</i>	0,0189	-0,0143*	0,0600***
<i>Piccole Costruzioni</i>	-0,0032	-0,0777***	-0,0953***
<i>Piccole Manifattura</i>	0,0413***	-0,0268***	0,0708***
<i>Piccole Servizi</i>	0,0702***	-0,0202***	0,0792***
<i>Medie Energia</i>	0,0868***	-0,0309***	0,1122***
<i>Medie Costruzioni</i>	0,0491***	-0,0696***	-0,0165**
<i>Medie Manifattura</i>	0,0212***	-0,0309***	0,0461***
<i>Medie Servizi</i>	0,0556***	-0,0455***	0,0858***
<i>Grandi Energia</i>	0,0938***	-0,0284***	0,1374***
<i>Grandi Costruzioni</i>	0,0012	-0,0646***	-0,0510***
<i>Grandi Manifattura</i>	0,0092***	-0,0325***	0,0388***
<i>Grandi Servizi</i>	0,0202***	-0,0423***	0,0809***
<i>Totale</i>	0,0360***	-0,0355***	0,0643***

Nota: Livelli di significatività: \* p<0.10 \*\*p <0.05 \*\*\*p<0.01

Tenendo conto della composizione settoriale e dimensionale del tessuto produttivo nei diversi paesi, i risultati dei test econometrici mostrano come l'Italia abbia un debito a breve termine superiore di circa 3,6 punti percentuali rispetto agli altri paesi europei, e più elevato rispetto a quelli principali (Tav. 13). La differenza è soprattutto ascrivibile al maggiore debito a breve delle imprese energetiche medio-grandi e a quello delle imprese piccole operanti nella manifattura e nei servizi (Tav. R3 e Tav. 17).

<sup>11</sup> A causa della elevata numerosità di *outlier*, nelle regressioni sono stati esclusi i valori superiori al novantesimo percentile.

<sup>12</sup> A causa della elevata numerosità di *outlier*, nelle regressioni sono stati utilizzati i dati compresi fra il decimo e il novantesimo percentile. Il dato medio dell'indicatore rimane comunque circa tre volte più elevato del valore mediano.

I risultati delle stime econometriche confermano che, tenendo conto della composizione settoriale e dimensionale nei diversi paesi, le imprese italiane hanno una disponibilità di cassa inferiore alla media pari a circa 3,5 punti percentuali; il rapporto è il più basso fra tutti quanti i paesi considerati (Tav. 13). Il differenziale dipende prevalentemente dalle imprese delle costruzioni e risulta più elevato fra quelle medio-grandi dei servizi (Tav. R3 e Tav. 17).

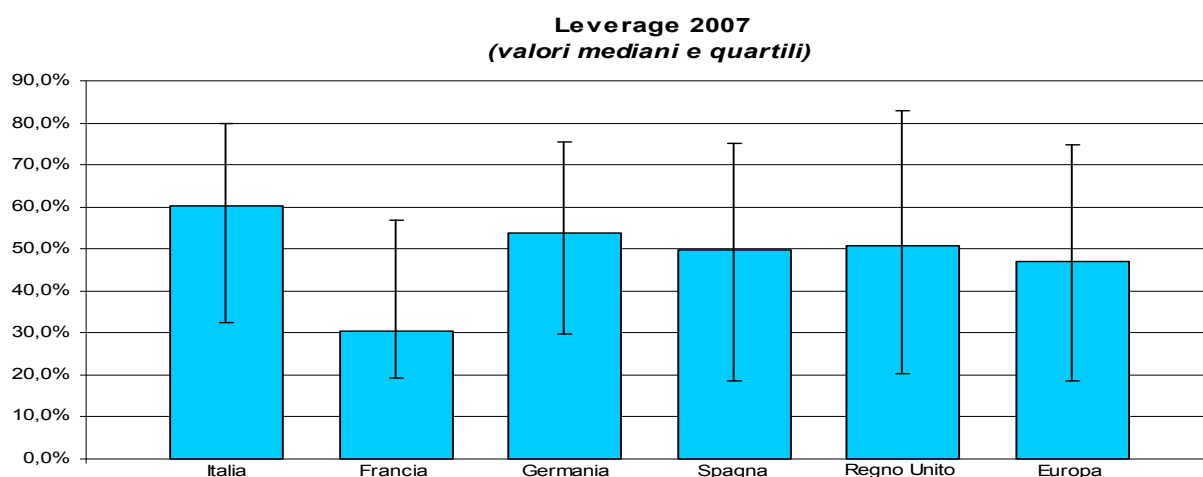
Il maggior ricorso al debito commerciale delle imprese italiane è confermato dai test econometrici. Anche considerando le differenze nella struttura settoriale e dimensionale del tessuto produttivo, il differenziale rispetto agli altri paesi è pari a 6,4 punti percentuali. Questa fonte di finanziamento è inferiore solo alle imprese francesi (Tav. 14). La differenza è legata al suo maggior utilizzo presso le imprese del settore dell'energia e dei servizi (Tav. R3 e Tav. 17).

Nel complesso i risultati delle regressioni confermano quelli ricavati nelle sezioni 2 e 3 utilizzando gli indicatori mediani. In particolare, la maggiore debolezza delle imprese italiane rispetto a quelle europee risulta più elevata per le imprese di maggiori dimensioni e per quelle operanti nel settore delle costruzioni<sup>13</sup>.

## 5. Le imprese finanziariamente deboli

Le analisi sviluppate nei paragrafi precedenti, basati sui valori medi e mediani di diversi indicatori di bilancio, hanno evidenziato alcuni elementi di debolezza delle imprese italiane rispetto a quelle europee. In questo paragrafo si analizza la dispersione di alcuni di questi indici, per verificare se esistono differenze anche nella coda più rischiosa della distribuzione. Questi rapporti di bilancio sono poi utilizzati per costruire un indicatore che individua le imprese finanziariamente "fragili", potenzialmente più esposte al recente peggioramento della congiuntura<sup>14</sup>. Queste imprese presentano valori critici per almeno due dei seguenti indici: leverage, rapporto tra debito e fatturato e grado di copertura degli interessi passivi<sup>15</sup>.

Fig. 10a



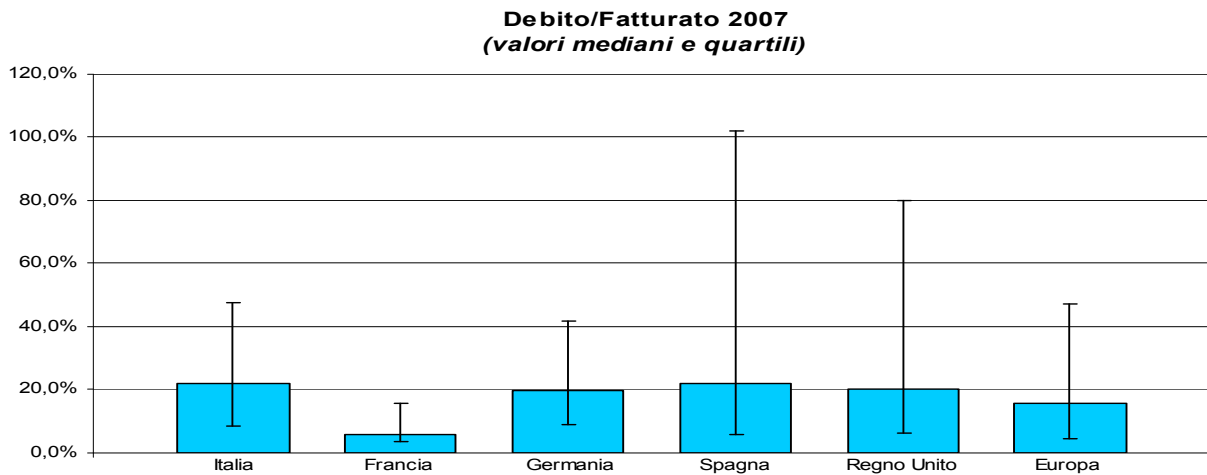
Nota: la colonna individua il valore mediano; il segmento la distanza interquartilica

<sup>13</sup> Occorre comunque tenere presente che il campione Amadeus è rappresentativo soprattutto delle imprese di maggiore dimensione. I risultati ricavati per le imprese "piccole" vanno quindi interpretati con cautela.

<sup>14</sup> Per una analisi simile, svolta per l'Italia nel periodo 1990-2003, cfr. il riquadro: Le condizioni finanziarie delle imprese italiane nel periodo 1990-2003, in *Bollettino economico*, n. 44, marzo 2005.

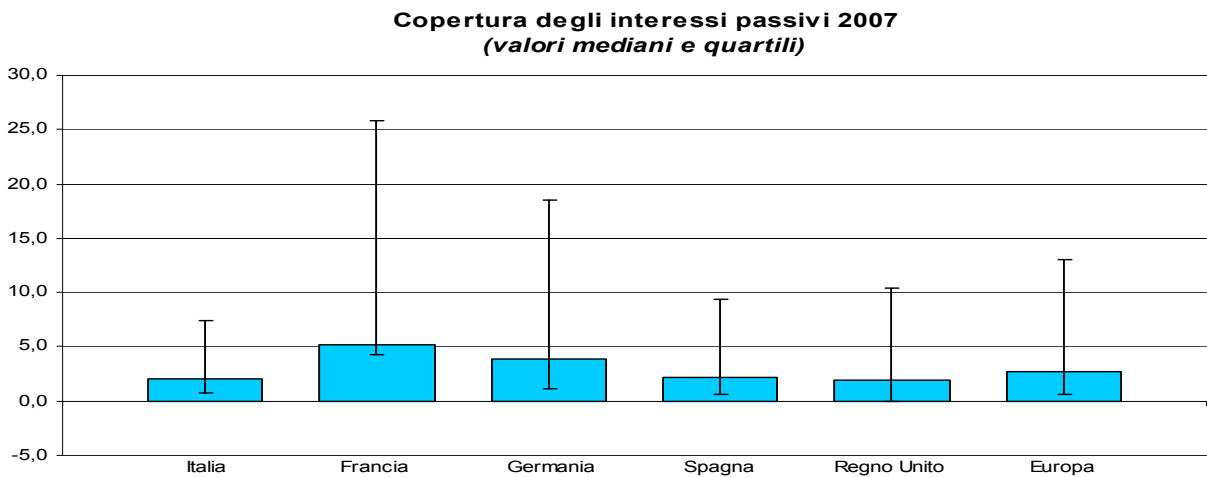
<sup>15</sup> Per ognuno dei tre indici sono state individuate delle soglie di criticità (fisse per tutti i paesi, i settori e gli anni) che corrispondono approssimativamente al 75° percentile della distribuzione del leverage, al 77° del rapporto tra debiti e fatturato e al 29° percentile del grado di copertura degli interessi passivi. Per i dettagli sulle modalità di costruzione dell'indice e sulle soglie utilizzate vedi l'Appendice, sezione C.

Fig. 10b



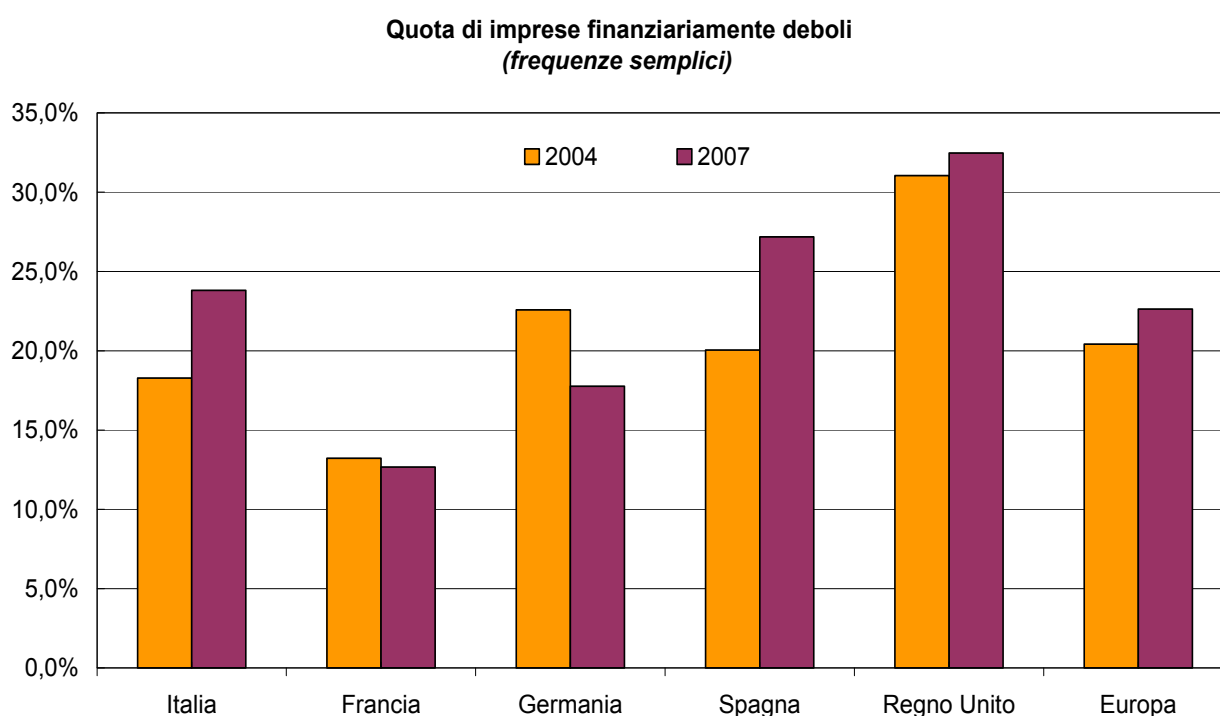
Nota: la colonna individua il valore mediano; il segmento la distanza interquartilica

Fig. 10c



Nota: la colonna individua il valore mediano; il segmento la distanza interquartilica

La dispersione di questi tre indicatori è mostrata nelle Figg. 10a, 10b e 10c, in cui si confrontano i quartili per i principali paesi e per il campione complessivo. Prendendo in considerazione il terzo quartile degli indici di indebitamento e il primo quartile della copertura degli interessi passivi, l'Italia sembra collocarsi in una posizione intermedia fra i grandi paesi europei per quanto riguarda i valori assunti da questi indicatori per la parte più rischiosa della distribuzione. Da un lato Francia e Germania presentano valori migliori rispetto al complesso dei paesi, dall'altro le imprese spagnole e inglesi più fragili sono in una situazione più critica rispetto alle imprese italiane.



Prendendo in considerazione le imprese finanziariamente “fragili”, la posizione dell’Italia è peggiorata nel periodo considerato, diventando leggermente superiore alla media europea, sia in base alla numerosità che in termini di fatturato. La percentuale di imprese fragili in Italia è pari nel 2007 al 23,8 per cento, rispetto al 22,6 per il totale dei paesi (Fig. 11)<sup>16</sup>. Fra i principali paesi la percentuale di imprese italiane più rischiose è superiore rispetto a Francia e Germania, ma inferiore rispetto alla Spagna e al Regno Unito, paesi in cui negli anni più recenti la crescita del debito è stata particolarmente marcata.

In termini di fatturato il peso delle imprese più fragili è generalmente più basso rispetto alla loro frequenza, suggerendo che le imprese con indicatori più critici sono tipicamente di minore dimensione. In Italia il peso di queste imprese sul totale è pari al 16,3 per cento, molto simile a quello complessivo (16,0 per cento). Anche in questo caso l’Italia rimane in una posizione intermedia tra i principali paesi<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> Utilizzando come definizione di “impresa fragile” quella in cui tutti gli indicatori sono superiori al valore di una soglia critica, risulta che in Italia queste sono pari al 6 per cento e rappresentano il 2,9 per cento in termini di fatturato; per il totale dei paesi considerati valgono rispettivamente il 6,5 e il 3,6 per cento.

<sup>17</sup> Rispetto a quanto osservato per la frequenza, il *ranking* tra i paesi sulla base del peso delle imprese fragili in termini di fatturato è piuttosto diverso: il peso è più elevato per la Germania e più contenuto per la Spagna suggerendo una maggiore presenza, all’interno dell’insieme delle imprese più rischiose, di grandi aziende in Germania e piccole in Spagna.

## 6. Conclusioni

L'analisi ha evidenziato alcuni rilevanti elementi di fragilità nella condizione economico-finanziaria delle imprese italiane nel confronto internazionale alla vigilia della crisi finanziaria.

La principale criticità appare connessa con la minore capacità di produrre flussi di reddito dalla gestione operativa anche in presenza di una maggiore espansione dei volumi di fatturato. Questa caratteristica è rilevante soprattutto in considerazione della diversa struttura finanziaria, che è una componente importante, ma non la sola, della minore redditività complessiva delle imprese italiane: la presenza di un alto indebitamento (rispetto sia al fatturato, sia al capitale di rischio) grava sul conto economico delle imprese traducendosi in maggiori oneri finanziari; ne comprime i flussi di cassa rendendoli anche più volatili. La quota più elevata di debiti a breve termine e la ridotta disponibilità di liquidità, inoltre, possono rappresentare un fattore di forte squilibrio in presenza di un peggioramento delle condizioni di accesso al credito. Nel complesso la fragilità finanziaria delle imprese italiane è confermata da una quota più elevata di imprese che presentano congiuntamente valori particolarmente critici di più indicatori finanziari rispetto alla media europea.

Le debolezze discusse in precedenza incidono in maniera diversa sulle imprese piccole rispetto a quelle medio-grandi; queste ultime presentano i differenziali più ampi con le imprese europee. Il risultato va considerato anche tenendo presente che il campione Amadeus è più rappresentativo per questa seconda categoria dimensionale, soprattutto per l'Italia. Le imprese piccole hanno un tasso di crescita del fatturato inferiore alle imprese europee, ma una redditività operativa simile. In presenza di un indebitamento leggermente superiore, il peso degli interessi passivi sul margine operativo lordo è maggiore e contribuisce a determinare un ROE più basso rispetto a quello delle imprese europee. Le imprese medio-grandi hanno invece una crescita del fatturato simile a quella europea, ma una redditività operativa inferiore. In presenza di un debito molto più elevato, il peso dei conseguenti oneri finanziari contribuisce a ridurre fortemente il ROE per questa categoria dimensionale. In tutti i settori sono presenti le fragilità descritte in precedenza, che si presentano con caratteri più marcati soprattutto per le imprese delle costruzioni.

Queste fragilità delle imprese italiane hanno verosimilmente svolto un ruolo anche nell'attuale crisi, in cui il peggioramento nell'accesso al credito ha riguardato principalmente le imprese di minore dimensione, solitamente meno capitalizzate. Il maggior peso degli oneri finanziari rispetto alle imprese europee implica una minore disponibilità di risorse interne da investire nell'impresa e quindi la necessità di finanziare il capitale circolante o gli investimenti ricorrendo al debito finanziario o all'aumento del capitale di rischio. La presenza di una liquidità inferiore e di una quota di debito a breve termine superiore rispetto alle imprese europee possono aumentare le difficoltà in una situazione di crisi di liquidità e di difficoltà di rifinanziamento del debito. Un possibile elemento di criticità è rappresentato dall'elevato peso del debito commerciale: questo da un lato può essere positivo, nella misura in cui consente alle aziende di dilazionare i propri pagamenti; dall'altro può rappresentare un canale di propagazione della crisi, attraverso lo spostamento verso i propri fornitori delle difficoltà delle imprese di finanziare il capitale circolante.

## Appendice

### Sezione A – L'Archivio Amadeus

La banca dati Amadeus (*Analyse Major Databases from European Sources*) comprende i bilanci semplificati per un insieme di imprese di 41 paesi europei, tra cui anche quelli di molte economie in transizione. Il suo principale vantaggio rispetto ad analoghe banche dati è quello di includere dati finanziari e societari relativi a imprese non quotate in borsa. L'inserimento negli archivi di Amadeus richiede che l'impresa soddisfi almeno uno dei seguenti criteri<sup>18</sup>:

- un fatturato superiore a 10 milioni di euro;
- un attivo totale maggiore di 20 milioni di euro;
- un numero di dipendenti superiore a 150.

Il campione utilizzato per l'analisi include, per il periodo 2004-07, oltre 500 mila bilanci di imprese localizzate in 12 paesi che hanno adottato l'euro fin dall'inizio e nel Regno Unito. Non sono state considerate le imprese operanti nel settore agricolo e in quello finanziario. La Tavola A1 presenta il numero di bilanci suddiviso per paese, classe dimensionale e settori di attività economica nei quattro anni considerati.

Tav. A1

	2004	2005	2006	2007	Totale
<i>PAESE</i>					
Austria	1.316	246	1.088	1.165	3.815
Belgio	7.118	7.334	7.327	9.007	30.786
Finlandia	2.681	2.927	2.863	3.481	11.952
Francia	18.923	19.625	19.638	20.685	78.871
Germania	7.876	8.325	14.203	11.388	41.792
Grecia	2.315	2.381	2.609	2.899	10.204
Irlanda	2.605	2.646	2.833	2.582	10.666
Italia	19.105	19.475	21.279	23.282	83.141
Lussemburgo	382	273	553	420	1.628
Olanda	6.574	6.754	6.767	5.036	25.131
Portogallo	2.733	2.984	4.550	5.064	15.331
Spagna	13.991	15.417	17.534	17.380	64.322
Regno Unito	29.832	30.453	31.588	31.467	123.340
<i>DIMENSIONE</i>					
Piccole	27.926	29.640	33.825	37.039	128.430
Medie	54.669	56.184	62.870	61.761	235.484
Grandi	32.856	33.016	36.137	35.056	137.065
<i>SETTORE</i>					
Energetico	2.580	2.890	3.049	2.980	11.499
Manifattura	44.211	43.624	47.439	49.826	185.100
Costruzioni	1.502	1.562	1.745	2.100	6.909
Servizi	59.262	61.008	69.653	66.648	256.571
Non assegnato	7.896	9.756	10.946	12.302	40.900
<b>Totale</b>	<b>115.451</b>	<b>118.840</b>	<b>132.832</b>	<b>133.856</b>	<b>500.979</b>

<sup>18</sup> Per Italia, Francia, Germania, Spagna e Regno Unito i valori sono innalzati a 15 milioni di Euro per il fatturato, a 30 milioni di Euro per il totale attivo e a 200 addetti.

Il campione Amadeus risulta in tutti i paesi maggiormente rappresentativo delle imprese di media e grande dimensione, che costituiscono rispettivamente circa la metà e un quarto delle imprese considerate. La Tav. A2 presenta la numerosità delle imprese per classe dimensionale nei paesi considerati (derivata dall'ultimo *Business report* dell'Eurostat) e nel campione Amadeus. Sono escluse dalla tavola le imprese micro, ovvero quelle che presentano un numero di dipendenti inferiore a 10 oppure un fatturato o totale attivo inferiore a 2 milioni di Euro, che costituiscono circa il 90 per cento delle imprese nei vari paesi<sup>19</sup>.

Tav. A2

	Eurostat (2006) (migliaia di unità)			Amadeus (2006) (valori percentuali)		
	Piccole (1)	Medie e grandi	Totale	Piccole (1)	Medie e grandi	Totale
Austria	29,7	5,4	35,1	0,2	7,4	3,1
Belgio	...	...	...	...	...	...
Finlandia	11,8	2,9	14,7	5,7	73,4	19,5
Francia	151,6	28,0	179,6	2,2	57,1	10,9
Germania	250,1	49,7	299,8	0,7	21,6	4,7
Grecia	...	...	...	...	...	...
Irlanda	...	...	...	...	...	...
Italia	184,7	23,1	207,7	1,7	76,1	10,2
Lussemburgo	2,5	0,6	3,0	6,1	45,4	18,2
Olanda	43,0	8,9	51,9	1,6	57,7	13,0
Portogallo	40,5	6,9	47,4	2,6	43,8	9,6
Spagna	179,0	23,7	202,7	1,6	55,1	8,7
Regno Unito	170,2	34,0	204,2	2,1	65,3	15,5

Fonte: Eurostat, *Business report* (2009)

(1) Sono escluse dal calcolo le imprese micro.

Fra i principali paesi europei emerge la minore rappresentatività delle imprese tedesche, anche in considerazione del ridotto numero di imprese presenti nel campione. Negli altri principali paesi (Italia, Francia, Spagna e Regno Unito) la rappresentatività delle imprese medie e grandi è superiore al 50 per cento, mentre quella delle imprese piccole (escludendo quelle micro) è attorno al 2 per cento. Anche prendendo in considerazione il numero dei dipendenti, la rappresentatività del campione Amadeus rispetto ai dati dell'Eurostat rimane simile. Per quanto riguarda la composizione settoriale, le imprese del settore industriale (manifatturiero ed energia) risultano più rappresentate rispetto a quelle del settore dei servizi e delle costruzioni. Questo è legato alla maggiore presenza di imprese di minore dimensione in questi due settori. Il settore industriale pesa per circa il 41 per cento della numerosità nel campione Amadeus, contro l'11 per cento dei dati Eurostat. I servizi e le costruzioni pesano rispettivamente per il 57 per cento e l'1 per cento, rispetto al 74 e al 15 per cento dei dati Eurostat.

Nelle seguenti due tavole (Tavv. A3 e A4) sono illustrati i criteri utilizzati per la suddivisione delle imprese tra classi dimensionali e settori di attività economica.

<sup>19</sup> Nella tavola A1 e nel resto del lavoro tali imprese sono inserite fra le imprese piccole (vedi Tav. A3).

Tav. A3

DIMENSIONE	Dipendenti	Fatturato	Attivo
Piccole	<50	<= 10 MLN	<= 10 MLN
Medie	50-249	10<Fatturato<= 50 MLN	10<Attivo<= 43 MLN
Grandi	>249	> 50 MLN	> 43 MLN

Tav. A4

Settori di attività economica	Comparti produttivi
Energia	estrazione petrolio e carbone fabbricazione coke e raffinerie produzione energia elettrica, gas e acqua trasporti mediante condotte
Manifatturiero	estrazione minerali metalliferi e pietre industria alimentare industria tessile industria del legno fabbricazione carta, parati, editoria chimica, coloranti, saponi, plastica vetro, ceramica, cemento produzione metalli, leghe, strumenti in metallo produzione macchine e apparecchi meccanici produzione macchine e apparecchi elettrici fabbricazione autoveicoli e cantieri navali fabbricazione mobili supporti sonori registrati prodotti farmaceutici macchine informatiche, elaborazione apparecchi medicali e radiotelevisivi apparecchi scientifici costruzione aeromobili e veicoli spaziali
Costruzioni	costruzioni
Servizi	commercio alberghi e ristoranti compravendita immobiliare, noleggi, attività legali trasporti poste, telecomunicazioni, informatica, R&S

### **Sezione B – Gli indicatori di bilancio**

Gli indicatori utilizzati nel testo sono i seguenti:

1. il **tasso di crescita del fatturato** è dato dalla variazione percentuale del fatturato rispetto all'anno precedente;
2. il **MOL su totale attivo** è il rapporto tra il margine operativo lordo, definito come fatturato al netto del costo del venduto e degli altri costi operativi, e il totale dell'attivo;
3. il **ROE** è costruito come risultato d'esercizio su patrimonio netto (composto dal capitale e dalle riserve). In questo studio sono considerate solo le imprese che hanno un patrimonio netto positivo;

4. il **leverage** è ottenuto dal rapporto fra i debiti finanziari e i fondi accantonati e la loro somma con il patrimonio netto. La banca dati Amadeus non consente di distinguere nel dettaglio i debiti finanziari a medio e a lungo termine. Si è quindi utilizzata una definizione più ampia delle passività a medio e a lungo termine, che include anche i fondi accantonati;
5. il **debito su fatturato** è definito come rapporto tra i debiti finanziari (comprensivi dei fondi accantonati) e il fatturato;
6. l'**indice di copertura degli interessi passivi** è dato dal rapporto tra il MOL e gli interessi passivi;
7. il **debito a breve** è dato dalla quota di debito a breve termine sul totale dei debiti finanziari (comprensivi dei fondi accantonati);
8. la quota di **attivo detenuta sotto forma di cassa** è il rapporto tra la liquidità e il totale dell'attivo;
9. il **debito commerciale su attivo** è definito come il rapporto tra i debiti commerciali e il totale dell'attivo.

### ***Sezione C – Indicatore sintetico di fragilità finanziaria***

L'indice composito utilizzato per identificare le imprese più fragili è costruito sulla base di tre indicatori di bilancio: il leverage, il rapporto fra debiti finanziari e fatturato e l'indice di copertura degli interessi passivi. Le imprese considerate più fragili sono quelle che presentano almeno due di questi indicatori oltre una soglia prefissata. In particolare, tali soglie sono pari al 75 per cento per il leverage, al 50 per cento per il rapporto fra debiti finanziari e fatturato e a 1 per l'indice di copertura degli interessi passivi (per questo indicatore naturalmente le imprese fragili sono quelle che assumono valori inferiori alla soglia).

## **Bibliografia**

- Banca d'Italia (2005), *Bollettino economico*, Banca d'Italia, n. 44, marzo, Roma.
- Bianchi M., M. Bianco, S. Giacomelli, A.M. Paces e S. Trento (2005), *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Brandolini A. e M. Bugamelli (a cura di) (2009), *Rapporto sulle tendenze nel sistema produttivo italiano*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 45, Roma.
- Eurostat (2009), *European Business: Facts and figures - 2009 edition*, Eurostat, Lussemburgo.
- Istat (2009), *Rapporto Annuale - La situazione del Paese nel 2008*, Istat, Roma.
- Longhi I. e Zaghini A. (2008), *Redditività e situazione finanziaria delle imprese europee dalla metà degli anni novanta*, mimeo, Banca d'Italia, Roma.
- OECD (2008), *OECD Compendium of Productivity Indicators 2008*, OECD, Parigi.

**Tasso di crescita del fatturato**  
(valori mediani; anni 2004 - 2007)

	Italia	Europa	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito
<i>classi dimensionali</i>						
Piccole	2,9	3,3	3,3	2,4	4,1	1,4
Medie	6,1	5,8	4,4	4,4	7,4	5,7
Grandi	6,7	6,6	5,6	4,7	8,7	6,8
<i>settori di attività economica</i>						
Energia	6,7	7,0	6,1	5,4	10,2	9,5
Manifatturiero	6,1	5,7	4,7	5,9	6,9	5,1
Costruzioni	4,4	8,6	9,2	7,9	10,1	9,6
Servizi	5,9	5,6	4,5	3,1	7,6	6,0
<b>Totale</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>7,4</b>	<b>5,8</b>

**ROE**  
(valori mediani; anni 2004 - 2007)

	Italia	Europa	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito
<i>classi dimensionali</i>						
Piccole	4,4	7,7	13,5	7,2	6,5	4,9
Medie	5,9	11,0	13,0	7,8	12,6	14,3
Grandi	6,0	11,4	12,4	6,0	12,8	14,3
<i>settori di attività economica</i>						
Energia	5,8	8,9	15,0	4,8	13,0	18,7
Manifatturiero	5,7	10,1	11,7	10,6	11,1	12,1
Costruzioni	3,6	16,2	23,6	13,1	16,0	21,7
Servizi	6,3	11,1	13,6	5,1	11,7	12,1
<b>Totale</b>	<b>5,6</b>	<b>10,5</b>	<b>12,9</b>	<b>6,9</b>	<b>11,4</b>	<b>12,1</b>

**MOL / Totale attivo**  
**(valori mediani; anni 2004 - 2007)**

	Italia	Europa	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito
<i>classi dimensionali</i>						
Piccole	2,6	2,4	4,2	4,3	1,5	0,0
Medie	4,1	4,9	5,3	6,0	5,2	4,9
Grandi	4,0	4,9	4,5	5,4	5,1	5,1
<i>settori di attività economica</i>						
Energia	2,6	4,7	4,5	7,5	4,1	5,8
Manifatturiero	4,2	4,8	5,1	7,2	4,8	4,5
Costruzioni	2,4	4,9	4,5	5,8	5,3	7,2
Servizi	3,8	4,2	4,7	4,2	3,9	3,6
<b>Totale</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>

**Leverage**  
**(valori mediani; anni 2004 - 2007)**

	Italia	Europa	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito
<i>classi dimensionali</i>						
Piccole	51,2	50,1	32,0	59,1	52,2	60,6
Medie	60,1	46,9	30,9	58,1	47,4	49,0
Grandi	55,7	46,5	32,4	54,4	40,8	51,9
<i>settori di attività economica</i>						
Energia	44,6	50,1	45,5	44,4	56,2	66,4
Manifatturiero	58,0	45,8	31,1	59,5	44,6	46,6
Costruzioni	69,2	43,9	35,9	67,0	49,3	40,6
Servizi	60,2	48,7	31,3	56,2	47,5	55,8
<b>Totale</b>	<b>57,8</b>	<b>47,4</b>	<b>31,5</b>	<b>56,8</b>	<b>46,6</b>	<b>52,6</b>

**Debito / Fatturato**  
**(valori mediani; anni 2004 - 2007)**

	Italia	Europa	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito
<i>classi dimensionali</i>						
Piccole	11,4	13,4	4,3	18,6	149,6	261,3
Medie	21,8	14,7	6,0	22,4	19,0	16,2
Grandi	22,7	17,0	7,2	23,0	14,6	22,4
<i>settori di attività economica</i>						
Energia	25,4	46,9	23,2	35,1	81,0	88,2
Manifatturiero	21,6	14,2	6,1	20,6	17,3	15,6
Costruzioni	31,7	10,0	5,1	19,9	19,2	8,7
Servizi	16,9	15,0	5,8	22,0	21,0	24,7
<b>Totale</b>	<b>20,3</b>	<b>15,2</b>	<b>6,0</b>	<b>22,1</b>	<b>19,5</b>	<b>20,5</b>

**Indice di copertura degli interessi passivi**  
**(valori mediani; anni 2004 - 2007)**

	Italia	Europa	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito
<i>classi dimensionali</i>						
Piccole	1,6	1,5	3,6	2,3	1,2	0,3
Medie	2,6	3,6	5,8	3,7	4,1	2,9
Grandi	2,9	3,8	5,9	4,5	4,2	2,9
<i>settori di attività economica</i>						
Energia	3,1	3,6	8,1	6,5	2,6	2,6
Manifatturiero	2,6	3,4	5,4	4,7	3,7	2,7
Costruzioni	2,2	5,5	14,4	5,2	4,0	6,7
Servizi	2,5	2,8	5,1	2,7	3,0	1,7
<b>Totale</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>5,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,0</b>

**Debito a breve**  
**(valori mediani; anni 2004 - 2007)**

	Italia	Europa	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito
<i>classi dimensionali</i>						
Piccole	38,6	41,3	34,0	9,1	37,8	49,9
Medie	36,0	34,8	26,2	8,3	37,2	43,8
Grandi	28,5	26,9	20,9	4,9	29,4	36,3
<i>settori di attività economica</i>						
Energia	24,3	14,2	14,6	5,2	9,7	32,9
Manifatturiero	34,7	33,7	26,8	11,2	37,4	40,6
Costruzioni	33,5	31,4	19,1	5,5	39,7	42,7
Servizi	36,1	34,0	25,7	4,9	32,6	44,7
<b>Totale</b>	<b>34,7</b>	<b>33,5</b>	<b>25,9</b>	<b>6,5</b>	<b>35,2</b>	<b>43,1</b>

**Cassa / Totale attivo**  
**(valori mediani; anni 2004 - 2007)**

	Italia	Europa	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito
<i>classi dimensionali</i>						
Piccole	2,4	3,6	6,4	3,3	4,9	2,1
Medie	2,6	4,2	5,2	3,9	5,0	5,9
Grandi	2,3	3,7	3,2	3,5	5,0	5,0
<i>settori di attività economica</i>						
Energia	2,2	3,2	1,9	4,3	4,8	3,3
Manifatturiero	2,3	3,4	3,5	2,8	4,6	4,6
Costruzioni	2,2	6,4	11,4	8,3	6,3	7,6
Servizi	2,9	4,6	6,0	4,0	5,2	4,9
<b>Totale</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>	<b>3,6</b>	<b>5,0</b>	<b>4,7</b>

**Debiti commerciali / Totale attivo**  
**(valori mediani; anni 2004 - 2007)**

	Italia	Europa	Francia	Germania	Spagna	Regno Unito
<i>classi dimensionali</i>						
Piccole	25,0	16,8	32,0	18,0	2,5	18,0
Medie	26,0	19,6	27,5	19,5	11,9	19,5
Grandi	19,7	12,9	21,4	15,3	9,0	15,3
<i>settori di attività economica</i>						
Energia	14,4	5,4	11,2	4,6	7,6	2,8
Manifatturiero	25,5	20,2	29,2	8,8	20,0	14,1
Costruzioni	23,1	26,5	39,3	11,3	34,6	20,0
Servizi	24,5	13,9	22,8	4,3	15,7	6,7
<b>Totale</b>	<b>24,2</b>	<b>16,8</b>	<b>26,2</b>	<b>6,3</b>	<b>18,0</b>	<b>9,6</b>

	Variazione fatturato			ROE			
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(2a)
Italia		0.0018** (0.0009)	0.0182*** (0.0010)		-0.0913*** (0.0013)	-0.0851*** (0.0017)	-0.0802*** (0.0014)
Manifattura	-0.0330*** (0.0024)	-0.0330*** (0.0024)	-0.0348*** (0.0024)	-0.0377*** (0.0036)	-0.0363*** (0.0036)	-0.0380*** (0.0037)	-0.0374*** (0.0037)
Servizi	-0.0223*** (0.0024)	-0.0222*** (0.0024)	-0.0231*** (0.0024)	0.0073** (0.0037)	0.0027 (0.0037)	-0.0011 (0.0037)	0.0001 (0.0037)
Costruzioni	-0.0013 (0.0037)	-0.0012 (0.0037)	-0.0010 (0.0038)	0.0422*** (0.0056)	0.0374*** (0.0056)	0.0339*** (0.0056)	0.0360*** (0.0056)
Settore_na	-0.0169*** (0.0028)	-0.0174*** (0.0028)	-0.0224*** (0.0028)	-0.0235*** (0.0041)	-0.0027 (0.0041)	-0.0156*** (0.0041)	-0.0060 (0.0041)
Medie	0.0277*** (0.0010)	0.0276*** (0.0010)	0.0287*** (0.0010)	0.0107*** (0.0014)	0.0169*** (0.0014)	0.0168*** (0.0014)	0.0157*** (0.0015)
Grandi	0.0402*** (0.0011)	0.0403*** (0.0011)	0.0433*** (0.0011)	0.0103*** (0.0016)	0.0099*** (0.0016)	0.0069*** (0.0016)	0.0109*** (0.0017)
2004	-0.0135*** (0.0009)	-0.0134*** (0.0009)	-0.0138*** (0.0009)	-0.0075*** (0.0016)	-0.0082*** (0.0015)	-0.0109*** (0.0015)	-0.0086*** (0.0016)
2005	-0.0173*** (0.0009)	-0.0173*** (0.0009)	-0.0171*** (0.0009)	-0.0067*** (0.0015)	-0.0077*** (0.0015)	-0.0095*** (0.0015)	-0.0083*** (0.0016)
2006	0.0044*** (0.0009)	0.0044*** (0.0009)	0.0043*** (0.0009)	0.0002 (0.0015)	-0.0009 (0.0015)	-0.0013 (0.0015)	-0.0008 (0.0015)
Germania			-0.0046*** (0.0014)			-0.0193*** (0.0023)	
Spagna			0.0405*** (0.0011)			-0.0078*** (0.0018)	
Regno Unito			0.0136*** (0.0009)			0.0250*** (0.0019)	
Austria			0.0323*** (0.0055)			0.0357*** (0.0092)	
Belgio			0.0152*** (0.0013)			0.0034 (0.0025)	
Finlandia			0.0296*** (0.0020)			-0.0016 (0.0031)	
Grecia			0.0366*** (0.0022)			0.0054 (0.0046)	
Irlanda			0.0398*** (0.0034)			0.0417*** (0.0048)	
Lussemburgo			0.0454*** (0.0086)			0.0568*** (0.0108)	
Olanda			0.0108*** (0.0018)			0.0428*** (0.0031)	
Portogallo			0.0188*** (0.0020)			-0.0539*** (0.0030)	
Leverage							-0.0716*** (0.0024)
_cons	0.0879*** (0.0026)	0.0876*** (0.0026)	0.0717*** (0.0027)	0.1545*** (0.0039)	0.1689*** (0.0039)	0.1690*** (0.0041)	0.1974*** (0.0040)
Osservazioni	350019	350019	350019	444974	444974	444974	417720
R <sup>2</sup>	0.0085	0.0085	0.0135	0.0038	0.0125	0.0153	0.0152

Nota: Le regressioni sono effettuate sui dati del periodo 2004-2007. La stima è effettuata tramite i *pooled OLS*, con *robust standard errors*. Livelli di significatività: \*  $p < 0.10$  \*\*  $p < 0.05$  \*\*\*  $p < 0.01$

	MOL/Attivo			Leverage		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Italia		-0.0126*** (0.0003)	-0.0119*** (0.0005)		0.0765*** (0.0012)	0.1629*** (0.0016)
Manifattura	-0.0040*** (0.0010)	-0.0037*** (0.0010)	-0.0023** (0.0010)	-0.0463*** (0.0032)	-0.0480*** (0.0032)	-0.0266*** (0.0032)
Servizi	-0.0038*** (0.0010)	-0.0044*** (0.0010)	-0.0024** (0.0010)	-0.0218*** (0.0032)	-0.0184*** (0.0032)	-0.0022 (0.0032)
Costruzioni	-0.0013 (0.0014)	-0.0019 (0.0014)	0.0005 (0.0015)	-0.0494*** (0.0049)	-0.0458*** (0.0049)	-0.0167*** (0.0049)
Settore_na	-0.0116*** (0.0011)	-0.0085*** (0.0011)	-0.0099*** (0.0011)	-0.0271*** (0.0036)	-0.0446*** (0.0036)	-0.0272*** (0.0037)
Medie	0.0201*** (0.0004)	0.0209*** (0.0004)	0.0206*** (0.0004)	-0.0241*** (0.0013)	-0.0301*** (0.0013)	-0.0240*** (0.0013)
Grandi	0.0171*** (0.0004)	0.0170*** (0.0004)	0.0170*** (0.0004)	-0.0229*** (0.0014)	-0.0232*** (0.0014)	-0.0286*** (0.0014)
2004	-0.0030*** (0.0004)	-0.0031*** (0.0004)	-0.0031*** (0.0004)	0.0020 (0.0014)	0.0025* (0.0014)	0.0038*** (0.0014)
2005	-0.0042*** (0.0004)	-0.0044*** (0.0004)	-0.0044*** (0.0004)	0.0014 (0.0014)	0.0022 (0.0014)	0.0035*** (0.0014)
2006	-0.0014*** (0.0004)	-0.0016*** (0.0004)	-0.0019*** (0.0004)	0.0076*** (0.0013)	0.0086*** (0.0013)	0.0059*** (0.0013)
Germania			0.0127*** (0.0007)			0.1683*** (0.0019)
Spagna			-0.0007 (0.0005)			0.0806*** (0.0018)
Regno Unito			-0.0120*** (0.0005)			0.1497*** (0.0016)
Austria			0.0089*** (0.0025)			0.0650*** (0.0060)
Belgio			0.0053*** (0.0007)			0.0402*** (0.0023)
Finlandia			0.0318*** (0.0012)			-0.0043 (0.0034)
Grecia			0.0050*** (0.0010)			0.1189*** (0.0032)
Irlanda			0.0068*** (0.0013)			0.0878*** (0.0044)
Lussemburgo			0.0141*** (0.0028)			0.0120 (0.0089)
Olanda			0.0192*** (0.0009)			0.0411*** (0.0026)
Portogallo			-0.0101*** (0.0008)			0.0823*** (0.0029)
_cons	0.0493*** (0.0010)	0.0513*** (0.0010)	0.0497*** (0.0011)	0.5334*** (0.0034)	0.5225*** (0.0034)	0.4153*** (0.0036)
Osservazioni	468835	468835	468835	457445	457445	457445
R <sup>2</sup>	0.0070	0.0091	0.0181	0.0028	0.0103	0.0392

Nota: Le regressioni sono effettuate sui dati del periodo 2004-2007. La stima è effettuata tramite i *pooled OLS*, con *robust standard errors*. Livelli di significatività: \* p<0.10 \*\*p <0.05 \*\*\*p<0.01

	Debito/fatturato			Copertura interessi passivi			
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(2a)
Italia		0.0393*** (0.0014)	0.1479*** (0.0016)		-2.4772*** (0.0611)	-4.8844*** (0.0904)	-0.8353*** (0.0570)
Manifattura	-0.2637*** (0.0060)	-0.2637*** (0.0060)	-0.2523*** (0.0060)	-0.0576 (0.1779)	0.0073 (0.1779)	-0.2299 (0.1783)	-1.0812*** (0.1709)
Servizi	-0.2310*** (0.0060)	-0.2288*** (0.0060)	-0.2169*** (0.0060)	0.0595 (0.1772)	-0.0569 (0.1772)	-0.2910 (0.1776)	-0.4803*** (0.1704)
Costruzioni	-0.3136*** (0.0069)	-0.3105*** (0.0069)	-0.2874*** (0.0069)	3.1730*** (0.3142)	3.0776*** (0.3127)	2.7055*** (0.3107)	2.1187*** (0.2937)
Settore_na	-0.2107*** (0.0064)	-0.2214*** (0.0064)	-0.2050*** (0.0065)	-1.3910*** (0.1943)	-0.7242*** (0.1952)	-0.9210*** (0.1968)	-1.5797*** (0.1876)
Medie	0.0899*** (0.0018)	0.0889*** (0.0018)	0.0817*** (0.0018)	3.0276*** (0.0635)	3.1864*** (0.0637)	3.1583*** (0.0636)	2.7654*** (0.0599)
Grandi	0.1165*** (0.0019)	0.1185*** (0.0019)	0.1066*** (0.0019)	3.4091*** (0.0722)	3.3699*** (0.0721)	3.4754*** (0.0730)	3.0493*** (0.0687)
2004	-0.0072*** (0.0017)	-0.0068*** (0.0017)	-0.0067*** (0.0017)	0.8470*** (0.0737)	0.8325*** (0.0736)	0.7937*** (0.0735)	0.6958*** (0.0687)
2005	-0.0040** (0.0017)	-0.0036** (0.0017)	-0.0023 (0.0017)	0.8087*** (0.0736)	0.7795*** (0.0735)	0.7479*** (0.0731)	0.6593*** (0.0686)
2006	-0.0022 (0.0017)	-0.0017 (0.0016)	-0.0028* (0.0016)	0.6414*** (0.0714)	0.6123*** (0.0713)	0.6532*** (0.0710)	0.6855*** (0.0665)
Germania			0.1376*** (0.0022)			-2.6556*** (0.1183)	
Spagna			0.1649*** (0.0022)			-3.2560*** (0.0974)	
Regno Unito			0.1672*** (0.0018)			-3.9254*** (0.0939)	
Austria			0.1925*** (0.0082)			-1.8611*** (0.4383)	
Belgio			0.0717*** (0.0023)			-1.4782*** (0.1287)	
Finlandia			0.0673*** (0.0038)			0.6446*** (0.2116)	
Grecia			0.2543*** (0.0046)			-4.7446*** (0.1697)	
Irlanda			0.0956*** (0.0056)			-1.0235*** (0.2592)	
Lussemburgo			0.0532*** (0.0087)			-1.5412*** (0.5125)	
Olanda			0.0439*** (0.0028)			-1.8934*** (0.1545)	
Portogallo			0.1610*** (0.0038)			-5.2585*** (0.1395)	
Leverage							-18.8231*** (0.0936)
_cons	0.4157*** (0.0062)	0.4072*** (0.0063)	0.2936*** (0.0063)	6.3727*** (0.1831)	6.7967*** (0.1834)	9.4287*** (0.1977)	17.0597*** (0.1873)
Osservazioni	386886	386886	386886	355473	355473	355473	339979
R <sup>2</sup>	0.0222	0.0239	0.0549	0.0090	0.0127	0.0219	0.1495

Nota: Le regressioni sono effettuate sui dati del periodo 2004-2007. La stima è effettuata tramite i *pooled OLS*, con *robust standard errors*. Livelli di significatività: \*  $p < 0.10$  \*\*  $p < 0.05$  \*\*\*  $p < 0.01$

Tav.13

	Debito a breve			Cassa/Attivo		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Italia		0.0360*** (0.0007)	0.0582*** (0.0009)		-0.0355*** (0.0004)	-0.0341*** (0.0006)
Manifattura	0.0952*** (0.0021)	0.0941*** (0.0020)	0.0789*** (0.0019)	-0.0006 (0.0012)	-0.0001 (0.0012)	-0.0010 (0.0012)
Servizi	0.0732*** (0.0021)	0.0747*** (0.0020)	0.0603*** (0.0019)	0.0214*** (0.0012)	0.0195*** (0.0012)	0.0176*** (0.0012)
Costruzioni	0.0721*** (0.0031)	0.0739*** (0.0031)	0.0589*** (0.0030)	0.0335*** (0.0020)	0.0315*** (0.0020)	0.0295*** (0.0020)
Settore_na	0.0743*** (0.0023)	0.0629*** (0.0023)	0.0522*** (0.0023)	0.0016 (0.0013)	0.0096*** (0.0013)	0.0057*** (0.0014)
Medie	0.0142*** (0.0009)	0.0121*** (0.0009)	0.0121*** (0.0009)	0.0035*** (0.0005)	0.0059*** (0.0005)	0.0057*** (0.0005)
Grandi	-0.0237*** (0.0010)	-0.0225*** (0.0010)	-0.0219*** (0.0010)	-0.0014*** (0.0005)	-0.0016*** (0.0005)	-0.0026*** (0.0006)
2004	0.0068*** (0.0009)	0.0075*** (0.0009)	0.0040*** (0.0008)	-0.0010* (0.0005)	-0.0011** (0.0005)	-0.0020*** (0.0005)
2005	0.0046*** (0.0009)	0.0055*** (0.0008)	0.0027*** (0.0008)	-0.0000 (0.0005)	-0.0003 (0.0005)	-0.0014*** (0.0005)
2006	0.0005 (0.0008)	0.0009 (0.0008)	0.0017** (0.0008)	0.0007 (0.0005)	0.0003 (0.0005)	0.0003 (0.0005)
Germania			-0.0907*** (0.0012)			-0.0101*** (0.0008)
Spagna			0.0476*** (0.0011)			0.0042*** (0.0007)
Regno Unito			0.0550*** (0.0009)			0.0086*** (0.0006)
Austria			0.0591*** (0.0047)			-0.0335*** (0.0019)
Belgio			0.0595*** (0.0015)			0.0086*** (0.0009)
Finlandia			-0.0506*** (0.0020)			0.0075*** (0.0014)
Grecia			0.0952*** (0.0019)			-0.0268*** (0.0011)
Irlanda			-0.0227*** (0.0026)			0.0115*** (0.0016)
Lussemburgo			-0.0331*** (0.0076)			0.0247*** (0.0039)
Olanda			0.0052** (0.0021)			0.0075*** (0.0011)
Portogallo			0.0218*** (0.0019)			-0.0333*** (0.0010)
_cons	0.1903*** (0.0022)	0.1835*** (0.0022)	0.1764*** (0.0022)	0.0795*** (0.0013)	0.0851*** (0.0013)	0.0864*** (0.0014)
Osservazioni	303619	303619	303619	452965	452965	452965
R <sup>2</sup>	0.0210	0.0282	0.0868	0.0079	0.0189	0.0252

Nota: Le regressioni sono effettuate sui dati del periodo 2004-2007. La stima è effettuata tramite i *pooled OLS*, con *robust standard errors*. Livelli di significatività: \* p<0.10 \*\*p <0.05 \*\*\*p<0.01

Tav.14

	Deb. Commerciale/Attivo		
	(1)	(2)	(3)
Italia		0.0643*** (0.0008)	-0.0114*** (0.0010)
Manifattura	0.1086*** (0.0017)	0.1081*** (0.0017)	0.0867*** (0.0016)
Servizi	0.0730*** (0.0017)	0.0768*** (0.0017)	0.0576*** (0.0016)
Costruzioni	0.1548*** (0.0028)	0.1589*** (0.0028)	0.1325*** (0.0027)
Settore_na	0.0595*** (0.0020)	0.0414*** (0.0019)	0.0365*** (0.0019)
Medie	-0.0134*** (0.0009)	-0.0159*** (0.0009)	-0.0136*** (0.0009)
Grandi	-0.0668*** (0.0010)	-0.0645*** (0.0010)	-0.0499*** (0.0009)
2004	0.0055*** (0.0008)	0.0065*** (0.0008)	0.0092*** (0.0008)
2005	0.0082*** (0.0008)	0.0091*** (0.0008)	0.0091*** (0.0008)
2006	0.0049*** (0.0008)	0.0056*** (0.0008)	0.0084*** (0.0007)
Germania			-0.1553*** (0.0010)
Spagna			-0.0513*** (0.0011)
Regno Unito			-0.1191*** (0.0009)
Austria			-0.1739*** (0.0028)
Belgio			-0.0410*** (0.0013)
Finlandia			-0.1504*** (0.0015)
Grecia			-0.0255*** (0.0022)
Irlanda			-0.1250*** (0.0023)
Lussemburgo			-0.0477*** (0.0107)
Olanda			-0.1172*** (0.0013)
Portogallo			-0.0709*** (0.0017)
_cons	0.1510*** (0.0019)	0.1384*** (0.0018)	0.2254*** (0.0019)
Osservazioni	414647	414647	414647
R <sup>2</sup>	0.0373	0.0544	0.1239

Nota: Le regressioni sono effettuate sui dati del periodo 2004-2007. La stima è effettuata tramite i *pooled OLS*, con *robust standard errors*. Livelli di significatività: \* p<0.10 \*\*p <0.05 \*\*\*p<0.01

	Variazione fatturato	ROE	MOL/Attivo
Pic_IT_Ene	0.0528*** (0.0170)	0.0792*** (0.0177)	0.0235*** (0.0033)
Pic_IT_Costr	0.0195 (0.0328)	0.0717*** (0.0200)	0.0094* (0.0056)
Pic_IT_Manif	0.0473*** (0.0035)	0.0855*** (0.0045)	0.0486*** (0.0010)
Pic_IT_Serv	0.0654*** (0.0036)	0.0966*** (0.0045)	0.0424*** (0.0010)
Pic_Ene	0.1057*** (0.0100)	0.1056*** (0.0113)	0.0213*** (0.0021)
Pic_Costr	0.0717*** (0.0128)	0.2375*** (0.0152)	0.0627*** (0.0039)
Pic_Manif	0.0577*** (0.0019)	0.1499*** (0.0027)	0.0559*** (0.0007)
Pic_Ser	0.0648*** (0.0013)	0.1605*** (0.0020)	0.0460*** (0.0005)
Med_IT_Ene	0.1098*** (0.0080)	0.1100*** (0.0102)	0.0418*** (0.0023)
Med_IT_Costr	0.0866*** (0.0110)	0.0593*** (0.0113)	0.0428*** (0.0025)
Med_IT_Manif	0.0885*** (0.0014)	0.0678*** (0.0020)	0.0560*** (0.0006)
Med_IT_Serv	0.0939*** (0.0017)	0.0876*** (0.0028)	0.0517*** (0.0007)
Med_Ene	0.1064*** (0.0041)	0.1746*** (0.0065)	0.0740*** (0.0018)
Med_Costr	0.1187*** (0.0038)	0.2222*** (0.0059)	0.0727*** (0.0016)
Med_Manif	0.0811*** (0.0009)	0.1384*** (0.0016)	0.0666*** (0.0004)
Med_Ser	0.0934*** (0.0009)	0.1877*** (0.0017)	0.0688*** (0.0005)
Gra_IT_Ene	0.1404*** (0.0096)	0.1408*** (0.0135)	0.0524*** (0.0031)
Gra_IT_Costr	0.1195*** (0.0193)	0.0220 (0.0283)	0.0377*** (0.0041)
Gra_IT_Manif	0.1033*** (0.0022)	0.0570*** (0.0035)	0.0522*** (0.0010)
Gra_IT_Serv	0.1078*** (0.0024)	0.0583*** (0.0043)	0.0479*** (0.0010)
Gra_Ene	0.1321*** (0.0035)	0.2000*** (0.0060)	0.0850*** (0.0017)
Gra_Costr	0.1349*** (0.0053)	0.2238*** (0.0092)	0.0649*** (0.0022)
Gra_Manif	0.0931*** (0.0010)	0.1329*** (0.0020)	0.0618*** (0.0005)
Gra_Ser	0.1059*** (0.0010)	0.1788*** (0.0020)	0.0630*** (0.0005)
_04	-0.0133*** (0.0009)	-0.0094*** (0.0016)	-0.0030*** (0.0004)
_05	-0.0174*** (0.0009)	-0.0088*** (0.0016)	-0.0043*** (0.0004)
_06	0.0045*** (0.0009)	-0.0005 (0.0015)	-0.0013*** (0.0004)
Settore_na	0.0986*** (0.0015)	0.1304*** (0.0023)	0.0512*** (0.0006)
N	350019	410515	468835
R-sq	0.1705	0.1447	0.2474

Nota: Le regressioni sono effettuate sui dati del periodo 2004-2007. La stima è effettuata tramite i *pooled OLS*, con *robust standard errors*. Livelli di significatività: \* p<0.10 \*\*p <0.05 \*\*\*p<0.01

Tav. 16

	Leverage	Debito/fatturato	Copertura interessi passivi
Pic_IT_Ene	0.3809*** (0.0183)	0.4467*** (0.0432)	5.6854*** (0.8206)
Pic_IT_Costr	0.5673*** (0.0367)	0.2475*** (0.0483)	3.4411*** (0.9920)
Pic_IT_Manif	0.5284*** (0.0044)	0.1482*** (0.0046)	5.1097*** (0.1764)
Pic_IT_Serv	0.5094*** (0.0043)	0.1637*** (0.0053)	5.7745*** (0.1808)
Pic_Ene	0.5776*** (0.0092)	0.4867*** (0.0318)	3.3197*** (0.3423)
Pic_Costr	0.4861*** (0.0136)	0.1558*** (0.0155)	11.9207*** (0.8872)
Pic_Manif	0.4799*** (0.0024)	0.1394*** (0.0026)	7.4835*** (0.1179)
Pic_Ser	0.5081*** (0.0017)	0.1861*** (0.0026)	6.5440*** (0.0820)
Med_IT_Ene	0.4676*** (0.0101)	0.3986*** (0.0171)	8.9387*** (0.6201)
Med_IT_Costr	0.6377*** (0.0118)	0.3775*** (0.0160)	6.2640*** (0.5267)
Med_IT_Manif	0.5542*** (0.0020)	0.3111*** (0.0022)	7.1860*** (0.1045)
Med_IT_Serv	0.5638*** (0.0025)	0.2850*** (0.0030)	7.0666*** (0.1261)
Med_Ene	0.5071*** (0.0058)	0.5305*** (0.0104)	10.3848*** (0.3475)
Med_Costr	0.4153*** (0.0051)	0.1510*** (0.0040)	14.4133*** (0.4007)
Med_Manif	0.4354*** (0.0014)	0.2206*** (0.0015)	9.9570*** (0.0788)
Med_Ser	0.4708*** (0.0014)	0.2708*** (0.0018)	9.9496*** (0.0775)
Gra_IT_Ene	0.4739*** (0.0113)	0.4288*** (0.0209)	8.1554*** (0.6050)
Gra_IT_Costr	0.6396*** (0.0238)	0.4084*** (0.0354)	6.5633*** (0.9644)
Gra_IT_Manif	0.5039*** (0.0031)	0.3123*** (0.0034)	7.1578*** (0.1665)
Gra_IT_Serv	0.5712*** (0.0035)	0.3056*** (0.0042)	8.1804*** (0.1998)
Gra_Ene	0.5182*** (0.0047)	0.5438*** (0.0089)	10.4908*** (0.2841)
Gra_Costr	0.4585*** (0.0072)	0.1925*** (0.0068)	12.4496*** (0.5087)
Gra_Manif	0.4524*** (0.0017)	0.2638*** (0.0019)	10.0674*** (0.0982)
Gra_Ser	0.4829*** (0.0017)	0.3037*** (0.0021)	10.0790*** (0.0941)
_04	0.0031** (0.0014)	-0.0070*** (0.0017)	0.8321*** (0.0736)
_05	0.0026* (0.0014)	-0.0038** (0.0017)	0.7807*** (0.0735)
_06	0.0082*** (0.0013)	-0.0019 (0.0016)	0.6542*** (0.0714)
Settore_na	0.4894*** (0.0020)	0.2931*** (0.0027)	7.3164*** (0.0978)
N	457445	386886	355473
R-sq	0.6878	0.3435	0.2704

Nota: Le regressioni sono effettuate sui dati del periodo 2004-2007. La stima è effettuata tramite i *pooled OLS*, con *robust standard errors*. Livelli di significatività: \* p<0.10 \*\*p <0.05 \*\*\*p<0.01

	Debito a breve	Cassa/Attivo	Deb. Commerciale/Attivo
Pic_IT_Ene	0.2177*** (0.0129)	0.0855*** (0.0076)	0.1557*** (0.0130)
Pic_IT_Costr	0.2543*** (0.0196)	0.0522*** (0.0075)	0.1774*** (0.0225)
Pic_IT_Manif	0.3389*** (0.0025)	0.0654*** (0.0015)	0.3463*** (0.0036)
Pic_IT_Serv	0.3148*** (0.0027)	0.0803*** (0.0015)	0.2889*** (0.0037)
Pic_Ene	0.1988*** (0.0065)	0.0998*** (0.0037)	0.0957*** (0.0058)
Pic_Costr	0.2575*** (0.0103)	0.1299*** (0.0060)	0.2727*** (0.0097)
Pic_Manif	0.2976*** (0.0016)	0.0922*** (0.0009)	0.2755*** (0.0017)
Pic_Ser	0.2446*** (0.0012)	0.1005*** (0.0007)	0.2097*** (0.0012)
Med_IT_Ene	0.2561*** (0.0064)	0.0631*** (0.0031)	0.2218*** (0.0069)
Med_IT_Costr	0.3153*** (0.0068)	0.0539*** (0.0033)	0.2806*** (0.0078)
Med_IT_Manif	0.3139*** (0.0011)	0.0583*** (0.0006)	0.2750*** (0.0011)
Med_IT_Serv	0.3228*** (0.0015)	0.0668*** (0.0008)	0.2845*** (0.0017)
Med_Ene	0.1693*** (0.0035)	0.0940*** (0.0023)	0.1096*** (0.0028)
Med_Costr	0.2662*** (0.0033)	0.1235*** (0.0023)	0.2971*** (0.0031)
Med_Manif	0.2927*** (0.0008)	0.0892*** (0.0005)	0.2289*** (0.0008)
Med_Ser	0.2672*** (0.0009)	0.1123*** (0.0006)	0.1987*** (0.0008)
Gra_IT_Ene	0.2554*** (0.0083)	0.0424*** (0.0026)	0.2149*** (0.0079)
Gra_IT_Costr	0.2443*** (0.0126)	0.0599*** (0.0055)	0.2021*** (0.0127)
Gra_IT_Manif	0.2621*** (0.0020)	0.0476*** (0.0009)	0.2223*** (0.0015)
Gra_IT_Serv	0.2630*** (0.0023)	0.0640*** (0.0011)	0.2266*** (0.0023)
Gra_Ene	0.1616*** (0.0031)	0.0708*** (0.0017)	0.0775*** (0.0019)
Gra_Costr	0.2431*** (0.0049)	0.1245*** (0.0033)	0.2531*** (0.0043)
Gra_Manif	0.2529*** (0.0010)	0.0801*** (0.0006)	0.1835*** (0.0009)
Gra_Ser	0.2428*** (0.0010)	0.1063*** (0.0007)	0.1457*** (0.0008)
_04	0.0079*** (0.0008)	-0.0014*** (0.0005)	0.0074*** (0.0008)
_05	0.0059*** (0.0008)	-0.0005 (0.0005)	0.0100*** (0.0008)
_06	0.0010 (0.0008)	0.0005 (0.0005)	0.0055*** (0.0008)
Settore_na	0.2640*** (0.0013)	0.0825*** (0.0007)	0.1818*** (0.0012)
N	303619	452965	414647
R-sq	0.7370	0.3595	0.5944

Nota: Le regressioni sono effettuate sui dati del periodo 2004-2007. La stima è effettuata tramite i *pooled OLS*, con *robust standard errors*. Livelli di significatività: \* p<0.10 \*\*p <0.05 \*\*\*p<0.01