

**Marco Tutino**

**PERFORMANCE,  
VALORE  
E MISURAZIONE  
DEI RISULTATI  
NELL'AZIENDA**

**Relazioni teoriche  
e indagine empirica**

**FrancoAngeli**



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

**Marco Tutino**

**PERFORMANCE,  
VALORE  
E MISURAZIONE  
DEI RISULTATI  
NELL'AZIENDA**

**Relazioni teoriche  
e indagine empirica**

**FrancoAngeli**

Copyright © 2012 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# *Indice*

<b>Introduzione</b>	<b>7</b>
<b>1. La performance dell'azienda: un inquadramento concettuale</b>	<b>11</b>
1.1 La performance aziendale e il reddito d'esercizio	11
1.2 La multidimensionalità del concetto di performance aziendale	17
1.3 Le prospettive di osservazione della performance aziendale	22
<b>2. La performance dell'azienda e la creazione del valore</b>	<b>32</b>
2.1 La performance dell'azienda nell'orientamento al valore	32
2.2 Le componenti del valore e le sue determinanti	37
2.3 Il costo medio ponderato del capitale e il beta di mercato nella valutazione d'azienda	48
<b>3. La misurazione della performance aziendale</b>	<b>57</b>
3.1 Un triplice ordine di misurazione della <i>performance</i>	57
3.2 La misurazione della <i>performance</i> reddituale	67
3.3 La misurazione della <i>performance</i> finanziaria	79
3.4 La misurazione della <i>performance</i> di creazione del valore	87
<b>4. Un'indagine empirica nel contesto europeo</b>	<b>105</b>
4.1 Gli obiettivi dell'indagine	105
4.2 La letteratura internazionale	109
4.3 I risultati dell'indagine	123
<b>Considerazioni conclusive</b>	<b>141</b>
<b>Appendice</b>	<b>147</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>169</b>
<b>Sitografia</b>	<b>184</b>



## *Introduzione*

Nell'ultimo ventennio lo sviluppo delle dinamiche competitive ha contribuito a ridisegnare le determinanti del tessuto economico, stimolando le aziende a sentirsi coinvolte in una logica concorrenziale ancor più articolata. Da una visione dell'azienda attenta al rispetto delle principali condizioni operative alla base del successo aziendale, è scaturito un rafforzamento dell'interesse per gli aspetti strategici della gestione nella prospettiva della creazione del valore.

Ciò ha richiesto al soggetto economico competenze specifiche per anticipare le possibili conseguenze delle decisioni *corporate* sul processo di formazione delle aspettative del valore. La complessità gestionale dell'impresa contemporanea impone ad essa di mantenere l'attenzione sul controllo delle condizioni alla base del successo per soddisfare le diverse prospettive di osservazione della gestione aziendale, ciascuna di esse portatrice di obiettivi di valore specifici. Dunque, maggiore consapevolezza dei riflessi dell'azione di governo sulla formazione delle attese dell'ambiente nei confronti dell'azienda.

L'evoluzione del contesto ambientale ha, quindi, spinto le aziende a ricercare nuovi flussi informativi per mezzo dei quali elaborare un efficace e più completo sistema di indicatori della gestione al fine di migliorare il grado di conoscenza del soggetto economico e, dunque, le strategie adottate e perseguite. Con un duplice obiettivo: soddisfare le esigenze di valore dei suoi *stakeholders* e contestualmente mantenere le condizioni di equilibrio economico generale.

Questa condizione è, infatti, oggi più volatile. La crescente apertura dei capitali azionari ai mercati finanziari, se da un parte ha ampliato le fonti e gli strumenti finanziari a disposizione dell'azienda, dall'altra ha lasciato che forze esterne ad essa influissero direttamente sul livello di economicità complessiva e sulla possibilità di mantenimento nel tempo.

In un contesto di mercati, competitivi e finanziari, sempre più direttamente influenti sui profili quantitativi e qualitativi dell'azienda, si afferma il più ampio concetto di *performance* aziendale.

In esso confluiscono elementi diversi. Tra gli altri, il profilo di rischio dell'azienda, le sue prospettive di crescita, la comparabilità con aziende concorrenti, il costo del capitale impiegato. Chi valuta la *performance* in una prospettiva di creazione del valore, infatti, osserva la dinamica reddituale e finanziaria dell'azienda tenendo in considerazione elementi diversi che rilevano nella formulazione delle attese.

Sotto questa chiave di lettura, si propone, quindi, un triplice ordine di osservazione della *performance* aziendale con riferimento ad aspetti tra loro non indipendenti ma, al contrario, strettamente complementari:

- performance reddituale;
- performance finanziaria;
- performance di creazione del valore.

La *performance reddituale* attiene al rispetto degli equilibri economici della gestione. Al proposito la dottrina riconduce il processo di creazione del valore all'ordine composito di tre principali momenti gestionali: l'acquisizione di risorse, la loro trasformazione secondo criteri di massima efficienza, la capacità di distribuzione e vendita al mercato. La valutazione della *performance* reddituale informa in merito alla capacità dell'azienda di assumere e mantenere nel tempo un assetto competitivo idoneo al mercato in cui offre il prodotto e/o servizio. Tuttavia, questa prospettiva non offre una sufficiente informazione in merito al rispetto delle complessive condizioni di equilibrio della gestione.

La *performance finanziaria* permette di esprimere un giudizio sulla capacità dell'azienda di generare flussi di cassa operativi, condizione alla base dell'equilibrio economico per la creazione del valore per gli azionisti. Si provvede, dunque, all'analisi degli andamenti finanziari al fine di evitare crisi di liquidità, spesso responsabili del peggioramento delle dinamiche economico-reddituali dell'azienda e quindi anche del valore creato. La definizione dei flussi finanziari connessi allo svolgimento delle attività operative è, del resto, la condizione necessaria per la remunerazione di tutti i fattori e di tutte le risorse impiegate.

La *performance di creazione del valore*, infine, è da ricondurre alle più stringenti esigenze espresse dalla partecipazione dell'azienda ai mercati finanziari regolamentati. In particolare per le aziende quotate, la creazione di valore per gli azionisti è un'importante condizione di equilibrio economico: il contributo offerto dai mercati finanziari allo sviluppo dell'azienda deve trovare corrispondenza nella sua capacità di soddisfare le

attese degli investitori finanziari, abbiano questi un orizzonte temporale di lungo o di breve termine.

È questa attenzione prestata alla *performance* dell'azienda ed alle conseguenti logiche di misurazione nella prospettiva della creazione del valore che ha stimolato la ricerca che integra questo lavoro. Essa, come verrà chiarito, analizza la portata informativa di tre diversi indicatori della *performance* aziendale, espressivi del triplice ordine di misurazione proposto in questa sede.

Nel primo capitolo viene esposto un inquadramento concettuale della *performance* aziendale. In particolare, vengono espone una possibile via interpretativa del concetto di *performance* aziendale e le prospettive d'osservazione dei principali soggetti ad essa interessati.

Nel secondo capitolo si analizzano le componenti del valore nella prospettiva dell'azionista, sia esso di controllo che non, portando in evidenza le determinanti di ciascuna delle parti di cui esso è costituito. L'attenzione è rivolta, in chiusura, al costo del capitale ed al beta di mercato, che sostituiscono importanti elementi impiegati nella valutazione d'azienda.

Il terzo capitolo è dedicato agli strumenti di misurazione in base al triplice ordine proposto per l'osservazione della *performance* aziendale. Sono perciò analizzati gli indicatori di sintesi originari, nonché gli indicatori da questi derivati la cui interpretazione permette di informare in merito al processo di generazione del valore da parte dell'azienda.

Nel quarto capitolo del lavoro vengono esposti la ricerca, gli obiettivi ed i risultati da questa prodotti osservando un campione di 255 aziende quotate scelte nell'ambito di quattro mercati finanziari europei. Sono riportati anche i principali risultati emersi da alcune ricerche internazionali per informare sullo stato dell'arte degli studi condotti su questo tema e favorirne il confronto con i risultati emersi di seguito presentati.

Alcune appendici accompagnano il lavoro. In esse sono riportate la nota metodologica e le rettifiche contabili necessarie per il calcolo dell'indicatore della *performance* della creazione del valore utilizzato per le analisi. Sono, inoltre, riprodotte le tabelle con i risultati prodotti e commentati nel quarto capitolo che hanno portato alle conclusioni cui giunge nel suo complesso questo lavoro.

La realizzazione di questo lavoro mi vede debitore nei confronti delle persone che, a vario titolo, hanno supportato lo sviluppo del tema trattato.

Un profondo e sentito ringraziamento va al prof. Umberto Bertini, Emerito presso l'Università degli Studi di Pisa, al prof. Michele Galeotti dell'Università degli Studi di Roma "Sapienza", al prof. Mauro Paoloni dell'Università degli Studi di Roma "Tre" ed al prof. Stefano Garzella

dell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope" per gli utili suggerimenti e la continua partecipazione alla stesura del lavoro.

Preziosa è stata la collaborazione del prof. Dylan Thomas, della Swansea University, Department of Business & Economics, già docente presso City University Business School di Londra (oggi Cass University Business School), e del dott. Michael Steliaros, Director presso Merrill Lynch & Co.

Una particolare gratitudine per avermi supportato nel reperimento di alcuni dati utili per le analisi alla base dell'indagine è rivolta al dott. Luigi Iannilli.

Un particolare affetto è infine rivolto a Franco Tutino il quale, nella duplice veste di professore e di genitore, ha continuamente sostenuto ed orientato lo sviluppo formativo di chi scrive, non solo all'interno dei confini che definiscono l'ambito di questa ricerca. Con tutti loro intendo condividere i meriti, ove ce ne siano, del presente lavoro; resto invece l'unico responsabile degli eventuali errori, imprecisioni e manchevolezze.

Roma, Settembre 2012

Marco Tutino

# ***1. La performance dell'azienda: un inquadramento concettuale***

## **1.1 La performance aziendale e il reddito d'esercizio**

In un contesto di ampliamento dei mercati e di crescente complessità ambientale la capacità di governo del soggetto economico è valutata tenendo presenti profili d'analisi e prospettive d'osservazione diverse<sup>1</sup>.

Il motivo dell'attenzione posta nei confronti della *performance* aziendale si ritrova nella necessità di comprendere l'andamento della gestione aziendale per apprezzare la capacità strategica dell'organo di governo nel processo di creazione del valore<sup>2</sup>.

Il concetto di *performance* aziendale accoglie, dunque, dimensioni d'analisi distinte ma strettamente interdipendenti: la dimensione operativa,

---

<sup>1</sup> Si confronti come acutamente sottolinea Bertini: «Data la loro caratteristica di sistemi aperti, le imprese risentono dei cambiamenti delle condizioni ambientali, sia nei rapporti con il mercato, sia nei confronti della propria organizzazione interna. E ciò ha avuto particolari ripercussioni sul piano della gestione aziendale. In pratica, è cambiato il modo di 'fare impresa', determinandosi un diverso approccio con il sistema economico-sociale, in forza di una diversa filosofia di gestione. Questo diverso approccio e questa mutata filosofia hanno finito per introdurre all'interno delle imprese un nuovo 'modo di governare'», Bertini U. (1995), *Scritti di Politica Aziendale*, Giappichelli, Torino, pagg. 25-26.

<sup>2</sup> Scrive Guatri che «la capacità strategica può genericamente essere intesa come sintesi di una chiara visione strategica e di un efficace processo di pianificazione. [...]. Capacità strategica significa continuità dei risultati, controllo dei rischi, attitudine a resistere agli eventi negativi ed a neutralizzarli; significa non affidare nulla al caso, saper fare meglio degli altri in analoghe condizioni; ed ancora prontezza di adattamento alle variazioni dell'ambiente ed a fatti imprevisti. In sintesi, la capacità strategica può essere definita da tre fattori complementari: 1. l'attitudine a perseguire con efficacia la ricerca di vantaggi competitivi; 2. l'abilità di stima e di scelta dei rischi; 3. la razionalità ed efficacia del processo di pianificazione», Guatri L. (1991), *La teoria di creazione di valore – Una via europea*, Egea, Milano, pag. 154.

in particolare espressa sul piano reddituale e finanziario, e la dimensione del valore<sup>3</sup>.

La considerazione delle esigenze informative provenienti dall'ambiente esterno introduce un'ulteriore prospettiva d'osservazione e valutazione della *performance*: quella sociale<sup>4</sup>. Sono accresciuti l'interesse e l'esigenza di valutare quei risultati che possono essere percepiti da coloro che, direttamente coinvolti nella crescita dell'azienda, abbiano interesse al valore da essa generato<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Il concetto di *performance*, originariamente riconducibile agli studi di management e finanza propri della cultura anglosassone e statunitense, è stato affrontato anche dalla dottrina italiana di Economia Aziendale. Tra i contributi più autorevoli, si vedano Donna G. (1999), *La creazione del valore nella gestione dell'impresa*, Carocci Editore, Roma; Galeotti M. (2001), *Governo dell'azienda e indicatori di performance*, Borghetto, Pisa; Di Lazzaro F. (2003), *La performance del valore*, Giappichelli, Torino; Guatri L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano; Olivotto L. (2000), *Valore e sistemi di controllo*, McGraw-Hill, Milano; Perrini F. (2000), *E-Valuation*, McGraw-Hill, Milano.

<sup>4</sup> A proposito della soddisfazione di *stakeholders* diversi dagli azionisti, si veda Invernizzi che scrive: «La strategia sociale ha il compito di generare, alimentare e mantenere il consenso da parte degli interlocutori sociali, in modo che si possa prefigurare un equilibrio dinamico fra i contributi richiesti dall'impresa e le prospettive di ricompensa a essi offerte. Si tratta di compiti essenziali. Infatti, affinché il sistema aziendale possa raggiungere un equilibrio duraturo, è necessario che tutti gli attori sociali siano soddisfatti contemporaneamente e che da tutti gli specifici interlocutori giungano il consenso e la collaborazione essenziali per il realizzarsi di una duratura economicità di gestione», Invernizzi G. (1999), *Il sistema delle strategie a livello aziendale*, McGraw-Hill, Milano, pag. 173. Si confronti anche Guatri: «Un'efficace misura di *performance* esprime il grado complessivo di raggiungimento degli obiettivi che l'impresa si pone: sia di quelli liberamente scelti, sia di quelli imposti dal sistema-ambiente di cui è parte. Questa misura, comunque venga espressa, è un giudizio sull'efficienza operativa dei responsabili dell'impresa, imprenditori e manager. In quanto tale è in primo luogo riferimento essenziale per guidarli nel loro comportamento e nelle loro scelte per il futuro (è la loro "bussola"); in secondo luogo, nei limiti in cui viene comunicata, consente ai vari *stakeholder* di rendersi meglio conto del grado di raggiungimento degli obiettivi che li interessano direttamente o indirettamente», Guatri L. (1997), *Valore e "intangibles" nella misura della performance aziendale*, Egea, Milano, pag.141.

<sup>5</sup> Le classi di soggetti interessati a conoscere l'andamento della *performance* dell'azienda sono ricondotte da Mella alle seguenti categorie: *potenziali investitori nel capitale di rischio*, interessati all'individuazione delle potenzialità di generazione futura del reddito; *finanziatori istituzionali*, interessati per lo più al merito creditizio e, quindi, alla solvibilità dell'azienda; *fisco*, il cui interesse risiede nel determinare la capacità contributiva dell'azienda; *organi preposti all'attività di vigilanza*, preposti alla tutela di particolari categorie di soggetti, come ad esempio la Consob, il cui compito è quello di tutelare gli interessi dei risparmiatori; *stakeholders diretti dell'impresa* – gli stessi individuati nell'analisi della concorrenza allargata nello schema di Porter - che, in quanto soggetti che concorrono alla formazione dei risultati reddituali dell'impresa, sono interessati a conoscere la capacità dell'azienda di onorare le obbligazioni assunte nei loro confronti. Si veda Mella P. (1995), *Elementi di economia aziendale*, Utet, Torino, pag. 645-647.

Il concetto di *performance* e gli strumenti per la sua misurazione sono posti in stretto raccordo con il complesso delle relazioni intrattenute dall'azienda, dunque con la strategia aziendale e con la sua valutazione economica<sup>6</sup>.

Nel processo di continuo cambiamento ambientale, un fenomeno in particolare arricchisce il contesto competitivo: il legame tra la crescita dei mercati finanziari e la dinamica evolutiva dell'azienda. Questo fenomeno contribuisce a focalizzare l'attenzione sulla *performance* aziendale per apprezzare la capacità di creare valore per gli azionisti e, dunque, il suo valore di mercato, o valore economico<sup>7</sup>.

Un ulteriore fattore di spinta alla definizione del concetto di *performance* aziendale si ritrova nella crescente importanza di alcuni elementi che, sempre più considerati fattori critici per il successo dell'azienda, hanno trovato spazio nel processo di valutazione del capitale economico<sup>8</sup>. Tra questi, ad esempio, emergono le risorse immateriali<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> Le direttrici d'analisi della *performance* sono riconducibili al modello istituzionale secondo cui «il sistema d'impresa può essere schematizzato attraverso un modello input-output che [...] rappresenta l'impresa come un complesso insieme di variabili strutturali (input), comportamentali (variabili intercorrenti) e risultanti (output) in continuo rapporto con l'ambiente' (Coda, 1988). Concentrando l'attenzione sui risultati dell'attività aziendale, si possono riconoscere tre categorie: risultati economico-finanziari, risultati competitivi; risultati sociali», Visconti F. (1998) in Coda V., Invernizzi G., Rispoli M., *Strategia aziendale – Enciclopedia dell'impresa*, Utet Libreria, Torino, pag. 503.

<sup>7</sup> Scrive Di Lazzaro che «il cosiddetto valore economico del capitale è divenuto uno dei più diffusi indicatori della *performance* aziendale. Esso, quindi, è continuamente misurato dagli analisti finanziari sia interni che esterni per apprezzare i risultati che derivano dalle decisioni strategiche ed operative assunte dal management: sempre più, infatti, tali azioni di governo vengono valutate in relazione alla loro capacità di creare valore per i soggetti proprietari dell'impresa», Di Lazzaro F. (2003), pag. 13.

<sup>8</sup> Il concetto di successo aziendale può essere definito secondo la linea tracciata da Bertini che ne esalta i necessari elementi riconducendolo ad «un fenomeno di crescita economica a valere nel tempo e quindi non transeunte, in grado di rafforzare durevolmente le basi economiche dell'impresa. Perché ciò accada è necessario che il suo processo di formazione coinvolga in maniera stabile ed organica l'intera struttura dell'azienda: non possono, infatti, essere considerate iniziative di successo, attività isolate recanti risultati positivi, in una determinata area operativa della gestione, che alla lunga si dimostrino effimeri e comunque incapaci di determinare un coinvolgimento positivo di tutte le componenti del sistema. Si può, pertanto, parlare di successo, in Economia Aziendale, come di un fenomeno interfunzionale ad azione progressiva e con capacità di crescita direttamente proporzionale al grado di sistematicità della combinazione produttiva», Bertini U. (1995), pag. 96.

<sup>9</sup> I beni immateriali, riconosciuto loro un potenziale competitivo, hanno ricevuto un'attenzione particolare nel processo di valutazione del capitale economico dell'impresa. A tal proposito si confronti Quagli che scrive: «Tra tutte le risorse, quelle caratterizzate da maggiore potenziale competitivo e rilevanza strategica sono le risorse immateriali – per esempio la reputazione sul mercato o l'elevato livello di conoscenze tecniche accumulate

Questa multidimensionalità degli elementi necessari all'analisi della *performance* dell'azienda – sviluppo dei mercati finanziari, ampliamento del sistema delle relazioni, influenza degli elementi immateriali nel

---

internamente -, fonte di rendite differenziali rispetto ai concorrenti per la loro scarsità.», Quagli A. (2001), *Knowledge Management*, Egea, Milano, pag. 19. Un'interessante riflessione in questo senso è quella di Rifkin, che afferma: «La transizione da un'economia in cui ricchezza e successo si misurano in termini di capitale fisico accumulato a una in cui il successo viene sempre più valutato in base al controllo esercitato su idee, intese come capitale intellettuale intangibile, sta cominciando a minare la credibilità dei sistemi contabili tradizionali. In un'economia delle reti, dato che spesso idee e talento sono più importanti di impianti e materiali, ma anche più difficili da quantificare, la valutazione di impresa diventa un affare soggettivo e rischioso. [...] Nei nuovi modelli contabili dell'economia delle reti, il capitale fisico tenderà a spostarsi progressivamente dall'attivo dello stato patrimoniale alle perdite del conto economico, dove verrà classificato come costo operativo, mentre le forme immateriali del capitale troveranno a poco a poco la propria collocazione nell'attivo patrimoniale», Rifkin J. (2000), *L'era dell'accesso – La rivoluzione della new economy*, Arnoldo Mondadori Editore, Milano, pagg. 72 e ss. Si veda anche Itami che scrive come segue: «Le risorse invisibili sono la vera fonte della forza competitiva e il fattore chiave nell'adattamento dell'azienda per tre ragioni: esse sono difficili da accumulare, sono suscettibili di molti usi contemporaneamente e sono sia risorse (input) sia risultato (output) dell'attività imprenditoriale e lavorativa», Itami H. (1988), *Le risorse invisibili*, Isedi, Milano, pag. 36. Tra i principali contributi empirici nella letteratura internazionale recente si vedano Allee V. (2008), “Value network analysis and value conversion of tangible and intangible assets”, *Journal of Intellectual Capital*, 9(1): 5-24; Knott A.M., Bryce D.J., Posen H.E. (2003), “On the strategic accumulation of intangible assets”, *Organization Science*, 14(2): 192-207+224; Gu F., Wan W. (2005), “Intangible assets, information complexity, and analysts' earnings forecasts”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(9-10): 1673-1702; Vergauwen P., Bollen L., Oirbans E. (2007), “Intellectual capital disclosure and intangible value drivers: An empirical study”, *Management Decision*, 45(7): 1163-1180; Schoemaker M., Jonker J. (2005), “Managing intangible assets: An essay on organising contemporary organisations based upon identity, competencies and networks”, *Journal of Management Development*, 24(6): 506-518; Green A., Ryan J.J.C.H. (2005), “A framework of intangible valuation areas (FIVA): Aligning business strategy and intangible assets”, *Journal of Intellectual Capital*, 6(1): 43-52; Whitwell G.J., Lukas B.A., Hill P. (2006), “Stock analysts' assessments of the shareholder value of intangible assets”, *Journal of Business Research*, 60(1): 84-90; Ritter A., Wells P. (2006), “Identifiable intangible asset disclosures, stock prices and future earnings”, *Accounting and Finance*, 46(5): 843-863; Matolcsy Z., Wyatt A. (2006), “Capitalized intangibles and financial analysts”, *Accounting and Finance*, 46(3): 457-479; Martin-de-Castro G., Delgado-Verde M., López-Sáez P., Navas-López J.E. (2011), “Towards 'An Intellectual Capital-Based View of the Firm': Origins and Nature”, *Journal of Business Ethics*, 98(4): 649-662; Edmans A. (2011), “Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices”, *Journal of Financial Economics*, 101(3): 621-640; Brown N.C., Kimbrough M.D. (2011), “Intangible investment and the importance of firm-specific factors in the determination of earnings”, *Review of Accounting Studies*, 16(3): 539-573; Phusavat K., Comepa N., Sitko-Lutek A., Ooi K.-B. (2011), “Interrelationships between intellectual capital and performance: Empirical examination”, *Industrial Management and Data Systems*, 111(6): 810-829.

processo di generazione del valore - ha arricchito il sistema di indicatori della gestione per tenere conto dei differenti aspetti ora rilevanti per la misurazione della *performance*. Aspetti che non possono essere colti pienamente attraverso la sola analisi della redditività aziendale.

L'analisi del reddito d'esercizio – quest'ultimo rappresentando la condizione alla base della creazione del valore – si dimostra di fatto incompleta nella valutazione del capitale economico; dalla sola analisi della redditività di periodo, infatti, non emerge con sufficiente chiarezza l'incidenza di quegli elementi che contribuiscono alla soddisfazione del principale *stakeholder* dell'azienda, qual è l'azionista. Peraltro, la determinazione del reddito d'esercizio, a causa dei molteplici fattori che influiscono su di essa, è un processo soggetto a molteplici congetture ed interpretazioni e, dunque, ad alta variabilità di stima<sup>10</sup>: non c'è, infatti, una definizione univoca di reddito, ma dello stesso se ne riconoscono configurazioni diverse, ciascuna di esse riconducibile a logiche di valutazione legate agli specifici scopi sottostanti<sup>11</sup>.

Come noto, il reddito è per natura un valore astratto ed indeterminato: *astratto* perché non riconducibile ad un determinato oggetto la cui natura possa considerarsi tangibile bensì legato a stime e congetture relative agli elementi che partecipano alla sua formazione<sup>12</sup>; *indeterminato* in quanto la natura ed il significato del reddito possono essere fortemente differenti in funzione, appunto, delle finalità per cui esso viene misurato<sup>13</sup>.

---

<sup>10</sup> Scrive Capaldo che «il reddito d'esercizio è una grandezza convenzionale; può essere determinato con criteri diversi – tutti dotati di razionalità o almeno di plausibilità – e conseguentemente assume entità diversa a seconda dei criteri adottati. Il problema di fondo, come si vede, risiede nella scelta dei criteri per definire la competenza dei costi e dei ricavi e, se si preferisce, risiede nella scelta dei criteri di valutazione degli investimenti in essere alla fine dell'esercizio», Capaldo P. (1998), *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio. Una introduzione*, Giuffrè, Milano, pag. 45.

<sup>11</sup> Per una chiara ed esaustiva definizione del concetto di reddito nonché delle sue diverse configurazioni si rimanda ad Allegrini M. (2001), *Concetti di reddito e conseguenti logiche di valutazione*, Giuffrè, Milano.

<sup>12</sup> Sulla natura astratta del reddito si confronti Onida che scrive come segue: «Diciamo *astratto reddito d'esercizio* giacché l'unità economica della gestione nel tempo e nello spazio vieta di determinare un reddito che possa in senso assoluto ritenersi proprio di ciascuno dei distinti esercizi nei quali la gestione si divide. Sebbene si rilevi distintamente per singoli esercizi, il reddito d'impresa, nella realtà, si forma in modo *continuo e indistinto*, per quanto ha rapporto sia con le singole operazioni della gestione da cui promana, sia con i distinti esercizi ai quali viene nominalmente riferito nelle concrete rilevazioni», Onida P. (1970), *La logica e il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda*, Giuffrè, Milano, pag. 320.

<sup>13</sup> Per completezza d'analisi va precisato che il reddito è «una grandezza astratta ed indeterminata sulla cui configurazione sostanziale e formale influiscono diversi fattori tra i quali assume sicura rilevanza l'ottica di osservazione dell'intera combinazione aziendale»,

La parziale insoddisfazione in merito all'uso del reddito e degli indicatori contabili da esso derivati per esprimere la quantità e la qualità del reddito economico generato, dunque, amplia le dimensioni d'analisi della *performance* aziendale<sup>14</sup>. Il concetto di *performance* sembra integrare il concetto di reddito nella definizione di congetture ed ipotesi sullo svolgimento *futuro* della gestione, osservando anche quei fattori non pienamente considerati nell'analisi del risultato di periodo ma che, mostrando la loro influenza sui flussi di reddito – o, alternativamente, sui flussi di cassa futuri potenziali – sono necessari alla stima del valore del capitale economico. Tra questi, i fattori che definiscono il profilo di rischio dell'azienda<sup>15</sup>.

La stima del capitale economico, infatti, dipende dalla definizione sia dei flussi attesi di reddito – o di cassa – che del profilo di rischio cui gli stessi flussi sono esposti, date alcune ipotesi di andamento delle attività aziendali. L'analisi delle grandezze reddituali e finanziarie, perciò, non

---

Allegrini M. (2001), pagg. 103-104. Sulle diverse accezioni del concetto di reddito si rimanda a Guatri L. (1988) "Il reddito d'impresa: che cosa significa", *Economia e Management*, vol. 1, pag. 8. Si ritiene opportuno segnalare in questa sede che un interessante analisi del rapporto tra teoria dell'impresa e logiche sottostanti la misurazione del reddito è riportata in Zambon S., Zan L. (2000), "Accounting relativism: the unstable relationship between income measurement and theories of the firm", *Accounting, Organization and Society*, n. 8.

<sup>14</sup> I limiti che rendono gli indicatori tradizionali non sufficientemente idonei a esprimere l'apprezzamento della dinamica del valore creato dall'azienda nascono da quattro considerazioni che evidenziano le criticità della variabile reddituale. Tali criticità sono ravvisabili principalmente nelle modalità di determinazione del reddito e del capitale investito, nel mancato apprezzamento del rischio, nella considerazione delle prospettive al di là dell'esercizio e nella considerazione del costo del capitale. In merito alle criticità degli indicatori tradizionali basati su risultati contabili, le maggiori osservazioni si ritrovano in Donna G. (1999) e Guatri L. (1998). Le criticità sono condivise anche da Autori d'oltreoceano. Black, Wright e Bachman rilevano che «il risultato contabile presenta altri difetti ben noti: il fabbisogno per investimenti è fisso e il capitale circolante viene trattato soltanto parzialmente attraverso l'ammortamento, mentre il rischio, le attese future e il vero costo del denaro non sono presi sufficientemente in considerazione», Black A., Wright P., Bachman J. E. (1999), *La ricerca del valore nell'impresa*, Franco Angeli, Milano, pag. 59.

<sup>15</sup> Per sottolineare la vastità dei fenomeni e dei fattori che possono incidere sul profilo di rischio dell'azienda, e dunque sul processo di formazione della ricchezza, si veda la posizione di Bertini il quale scrive come segue: «Il carattere economico del rischio deriva, al pari di quello sistematico, dalla natura stessa dell'azienda. Nella vita di questa, infatti, non esiste fenomeno od operazione che non abbia rilevanza sotto il profilo economico: tutto, direttamente o indirettamente, tende ad influire sul processo formativo della ricchezza, in senso positivo, o in senso negativo. Per quanto possano sorgere lontano dall'area materiale, tutte le manifestazioni che riguardano la vita aziendale, qualunque ne sia la causa originaria, prima o poi finiscono per acquisire rilevanza economica», Bertini U. (1968), *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Colombo Corsi Editore, Pisa, pag. 41.

esaurisce la valutazione del reddito economico prodotto e offerto agli azionisti come remunerazione del capitale investito<sup>16</sup>.

Tra le principali limitazioni riconosciute alla variabile reddituale vi è la scarsa considerazione delle condizioni esterne all'azienda nelle quali il reddito viene prodotto: se non accompagnato da un'adeguata analisi dei fattori ambientali che caratterizzano il rischio economico generale che grava sulle attività dell'azienda, attuale e futura, è di difficile determinazione lo sforzo effettivamente sostenuto per conseguire quel risultato, espresso in termini di reddito generato, e quali e quante risorse saranno necessarie in futuro per poterlo consolidare o accrescerlo<sup>17</sup>.

## 1.2 La multidimensionalità del concetto di performance aziendale

La definizione del concetto di *performance* aziendale richiama, perciò, la conoscenza di elementi diversi: elementi aziendali *specifici* che qualificano il profilo reddito-rischio dell'azienda – e, dunque, il livello di reddito economico conseguito e sperato – al contempo costituendo un punto di partenza per l'analisi delle prospettive future di sua generazione; elementi *ambientali* legati al sistema delle relazioni aziendali che, evolute nel tempo, qualificano le sue dinamiche competitive<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Il collegamento con l'economicità risiede nel fatto che il reddito va interpretato come il prodotto di un insieme di condizioni operative direttamente scaturenti dal continuo intrecciarsi di idee, decisioni ed operazioni secondo la logica sistemica di base: il sistema delle idee aziendali attraverso il processo decisionale si tramuta nel sistema di operazioni le quali sono di fatto realizzate dal sistema umano. Sul sistema delle idee si veda Bertini U. (1995), pagg. 13-23.

<sup>17</sup> Sulla necessaria considerazione della realtà circostante ai fini della determinazione del rischio economico generale dell'azienda si confronti Bertini che scrive come segue: «Il soggetto economico dell'azienda, nel momento in cui fissa le linee direttrici delle politiche gestionali, infatti, è costretto a tener conto della loro particolare *realtà*. Se ciò non avvenisse, la probabilità di errore delle ipotesi risulterebbe sensibilmente aumentata, con possibili ripercussioni sulla economicità del sistema aziendale». L'Autore precisa più avanti come segue: «Non che l'inclusione del rischio nelle ipotesi elimini la possibilità di danno; certo è, però, che ne riduce sensibilmente gli effetti. Mediante l'apprezzamento del rischio, l'azienda infatti tende a normalizzare situazioni anormali, distribuendo in un intervallo di tempo abbastanza lungo l'effetto prodotto dal rischio sulla combinazione produttiva», Bertini U. (1968), op. cit., pag. 42.

<sup>18</sup> Bertini ritiene che il sistema delle relazioni aziendali con l'ambiente «possa articolarsi nei seguenti sottosistemi: sottosistema delle relazioni azienda/fornitori, sottosistema delle relazioni azienda/clienti, sottosistema delle relazioni azienda/banche, sottosistema delle relazioni azienda/capitalisti, sottosistema delle relazioni azienda/lavoratori, sottosistema delle relazioni azienda/concorrenti, sottosistema delle relazioni azienda/comunità», Bertini

In questo senso, il riferimento alla *performance* aziendale rende manifeste le relazioni tra elementi e variabili diverse che caratterizzano la specifica impresa e che, permettendo di interpretarne il percorso evolutivo, contribuiscono ad arricchire il quadro degli strumenti di gestione e controllo dell'azienda lungo distinte direttrici d'analisi<sup>19</sup>: l'una che osservi la sua redditività e la rigenerazione delle risorse in virtù dell'*assetto competitivo* prescelto, ossia delle aree d'affari nelle quali il soggetto economico ha posto le basi per il successo<sup>20</sup>; l'altra tesa ad identificare i

---

U. (1990), *Il sistema d'azienda*, Giappichelli Editore, Torino, pag. 83. Garzella ci ricorda che le relazioni tra sottosistemi possono nel tempo mutare proprio per l'intensificarsi ed il modificarsi delle relazioni. Scrive, infatti che «con il suo comportamento e la sua dinamica l'azienda può modificare il suo rapporto con l'ambiente e caratterizzare in modo sempre nuovo le sue relazioni con i vari interlocutori, rendendo la distinzione in sottosistemi cangiante e i confini tra sottosistemi difficilmente definibili ed interpretabili», Garzella S. (2000), *I confini dell'azienda*, Giuffrè, Milano, pag. 24. Zavani sostiene che «è indispensabile che l'azienda si inserisca in un sistema esterno, più o meno formalizzato, di trasmissione di informazioni. La diffusione, o meglio la circolazione di informazioni, dipende dal sistema di network comunitario di un territorio. L'azienda utilizza risorse e conoscenze, che provengono prevalentemente dall'esterno, cioè dal sistema delle relazioni che si creano in un certo contesto: maggiore è la capacità dell'azienda di inserirsi in un network informativo, maggiori saranno le possibilità di accrescere le proprie conoscenze. Le relazioni sociali e gli scambi informativi, di contenuto economico o extra economico, che avvengono a livello di istituzioni intermedie di un territorio locale, svolgono un ruolo prioritario nella trasmissione della conoscenza», Zavani M. (2000), *Il valore della comunicazione aziendale – Rilevanza e caratteri dell'informativa sociale e ambientale*, Giappichelli, Torino, pag. 14. Sulla rete di relazioni dell'azienda con l'ambiente esterno si veda anche Airolidi G., Brunetti G., Coda V. (1994), *Economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, pagg. 253-270.

<sup>19</sup> Sulla necessità di ampliare l'insieme delle variabili osservate per migliorare la valutazione della *performance*, Olivotto osserva come segue: «È opportuno [...] allargare il sistema di variabili, ponendo, accanto ai risultati attesi e alle loro determinanti, anche altre grandezze che qualificano [...] la capacità dell'impresa di affrontare le dinamiche competitive. È in questo senso che si deve andare oltre il valore economico, inteso come semplice valore attuale, per precisare le variabili che inquadrano la capacità dell'azienda di generare risultati futuri in situazioni di complessità», Olivotto L. (2000), *Valore e sistemi di controllo – Strumenti per la gestione della complessità*, McGraw-Hill, Milano, pag. 3.

<sup>20</sup> Coda riconduce l'idea del successo aziendale a due fondamentali cause affermando che «le basi (per il successo aziendale) possono essere rappresentate da condizioni ambientali configuranti un'opportunità semplice di fare profitti e destinate, prima o poi, a venir meno facendo così svanire il vantaggio concorrenziale. [...]. In altri casi, invece, le basi di successo sono rappresentate da competenze distinte nell'arena tecnologica configuranti tipicamente un vantaggio concorrenziale di differenziazione. Il vantaggio allora è di sua natura difendibile [...]. In ogni caso, quali che siano le basi di successo, esse sono costituite in ultima analisi da un unico fattore o elemento critico agli effetti del successo di quella data impostazione imprenditoriale. E questa si regge solo se e fintanto che quel fattore non cede sotto l'incalzare di iniziative della concorrenza o di altri cambiamenti ambientali interessanti il sistema competitivo e/o il sistema degli interlocutori sociali.

*fattori di rischio* cui è esposta l'azienda che, qualificandone il rischio economico generale, influiscono sulle potenzialità di valore generabile che possono essere espresse in futuro<sup>21</sup>; una terza che valuti la capacità di *gestione delle relazioni* intrattenute dall'azienda e le dinamiche competitive ad esse connesse poiché influenti sulle prospettive di sviluppo del business e, dunque, sul valore del capitale economico<sup>22</sup>.

L'analisi della *performance* aziendale lungo queste direttrici si rivela particolarmente utile in caso di aziende *multibusiness*, dovendo ricondurre il valore generato a specifici fattori determinanti il rapporto reddito-rischio di ciascuna area strategica d'affari (Asa)<sup>23</sup>. In questo caso, infatti, la specifica considerazione di elementi e relazioni che distinguono ciascuna

---

Trattasi dunque in ogni caso di un successo precario, che non è consolidabile senza un continuo e diffuso apprendimento imprenditoriale implicante un radicale mutamento nell'orientamento strategico di fondo», Coda V. (1988), *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, pagg. 84-86.

<sup>21</sup> Sull'incidenza del sistema dei rischi sulla dinamica aziendale si rimanda ai testi di riferimento quali Bertini U. (1968); Bianchi Martini S. (1996), *La politica dei rischi nel sistema delle decisioni finanziarie d'azienda*, Il Borghetto, Pisa; Borghesi A. (1985), *La gestione dei rischi d'azienda. Economia ed organizzazione, teoria e pratica*, Cedam, Padova; Knight F. K. (1960), *Rischio, incertezza e profitto*, La Nuova Italia, Firenze; Fiume R. (2000), *La copertura dei rischi. Un'analisi economico-aziendale della prassi internazionale di hedge accounting*, Giappichelli, Torino.

<sup>22</sup> La necessità di considerare le relazioni con l'ambiente esterno in quanto capaci di influire sui livelli di economicità ed efficienza è un concetto ben espresso da Sinatra che scrive: «La missione dell'impresa e i suoi obiettivi non sono determinabili solo dalla direzione dell'impresa. Sebbene la dirigenza giochi un ruolo fondamentale nel decidere le grandi linee da eseguire, i gruppi di interesse esterni all'impresa e gli 'option leader' possono influenzare in modo notevole tali indirizzi. Spesso questa influenza si esprime non solo con interventi diretti sulla direzione ma anche mediati tramite la valutazione dell'impresa che gli *stakeholders* diffondono nell'ambiente esterno. L'efficienza di una organizzazione dipende da due componenti fondamentali: l'efficienza interna e l'efficienza esterna, cioè anche dalla qualità delle relazioni con l'ambiente esterno», Sinatra A. (1989), *Impresa e sistema competitivo: strategie di innovazione e strategie di consolidamento*, Utet, Torino, pag. 149. Sull'analisi dell'influenza della qualità delle relazioni esterne sull'economicità delle aziende, si veda il recente contributo di Tutino M., Paoloni M. (2012), "Effect of private equity minority stake deals on financial network of SMEs. Evidence from Italy", *International Journal on GSTF Business Review*, 2(1): 7-12.

<sup>23</sup> Nella letteratura economico-aziendale la definizione di area strategica d'affari, indicata con l'acronimo ASA, è definita da Coda come «una o più combinazioni prodotto/mercato/tecnologia configurantisi come una unità di sintesi e responsabilità reddituale, con una struttura economica sua propria e con esigenze di conduzione strategica differenziata derivanti dalle caratteristiche della sua arena competitiva. Fra i concetti di ASA e di sistema competitivo vi è una tendenziale corrispondenza biunivoca, nel senso che ad ogni ASA corrisponde di solito un sistema competitivo: l'impresa monoarea di affari (monobusiness) si misura su una sola arena concorrenziale, l'impresa multibusiness su più arene», Coda V. (1988), pagg. 50-51.