



Economia Aziendale Online

# Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences  
International Quarterly Review

*La procedura delle Analisi di bilancio*

Matteo Navaroni

Pavia, August 2014

N. 4/2013

[www.ea2000.it](http://www.ea2000.it)

[www.economiaaziendale.it](http://www.economiaaziendale.it)



PaviaUniversityPress



## La procedura delle Analisi di bilancio

Matteo Navaroni

### Abstract

The term "financial statement analysis" indicates the complex activity carried out with the aid of a group of techniques derived from theory and based on rigorous methods in order to derive from the financial statement - structured as a financial report subject to regulatory and professional constraints - as well as from other information a useful model to allow an external entity to assess or judge the firm and its management performance. This short study attempts to present the procedure for financial statement analysis; that is, the five operational phases and the operations themselves by which the analyst derives the financial statement indices and puts forth an evaluation of the firm's management.

1. acceptance of the assignment;
2. determining the assumptions of the analysis;
3. reclassifying the financial statement;
4. calculating the indices, in particular the ratios and how these are related;
5. arriving at a final evaluation.

Il termine "analisi di bilancio" designa la complessa attività, svolta con l'impiego di un corpo di tecniche elaborate dalla dottrina, sulla base di metodi rigorosi, per derivare dal bilancio – strutturato come rendiconto assoggettato a vincoli normativi e professionali – e da altre informazioni, un modello utile per formulare un giudizio, o apprezzamento, dell'azienda, e sulle performance della gestione, da parte di qualche soggetto esterno. Questo breve studio cerca di presentare la procedura delle analisi di bilancio, cioè le cinque fasi operative e le operazioni tramite le quali l'analista perviene alla formazione degli indici di bilancio e all'espressione del giudizio sulla gestione.

1. accettazione dell'incarico;
2. verifica dei presupposti dell'analisi;
3. riclassificazione del bilancio;
4. calcolo degli indici e, in particolare, dei ratios e loro coordinamento;
5. espressione del giudizio di apprezzamento.

**Keywords:** analisi di bilancio, riclassificazione, presupposti delle analisi, tipologia di ratios

### 1 – Le tre funzioni del bilancio: determinazione, informazione e apprezzamento

Le Analisi di bilancio sono una complessa procedura la cui funzione può essere meglio compresa solo con un'appropriata visione delle *funzioni* del bilancio d'esercizio.

Tre sono le funzioni assegnabili a questo docu-

mento periodico<sup>1</sup>:

1. *intrinseca, di determinazione*, secondo *regole contabili* coerenti e accettate, del risultato economico prodotto e del correlato capitale di funzionamento, nonché del flusso del cash flow (Capitolo 12);

2. *estrinseca, di informazione* ai "terzi", secondo *vincoli di forma* e di presentazione, dei risultati determinati;

3. *strumentale, di apprezzamento* della gestione

<sup>1</sup> Per un approfondimento di queste funzioni si rinvia alle monografie sul Bilancio; si veda, ad es., Mella, 1993.

da parte dei “terzi”, secondo la procedura delle *analisi di bilancio*.

Un breve commento renderà chiara ciascuna di queste funzioni.

*Bilancio quale documento di determinazione e di rendiconto.* Il bilancio è un *documento di sintesi*, di origine contabile, tramite il quale gli *amministratori* delle imprese in forma societaria – nel loro rapporto di agenzia con i conferenti il capitale di rischio (*proprietà*) – determinano annualmente i risultati della gestione svolta per “rendere conto” del loro operato. È assolutamente necessario tenere presente che un bilancio-rendiconto è tale solo se deriva da un *sistema contabile compiuto*<sup>2</sup>, ben impostato e correttamente tenuto, tramite il quale si rilevano cronologicamente, si riclassificano sistematicamente – tramite un piano dei conti stabile nel tempo – e si sintetizzano periodicamente – nei conti di sintesi del bilancio – i valori economici, finanziari e monetari della gestione. Proprio in quanto documento contabile di determinazione, il bilancio si compone di almeno tre *conti di sintesi* sistematicamente correlati: il Conto Economico (o del Risultato Economico), che sintetizza i valori di competenza dell’esercizio per il calcolo dell’utile o della perdita di ogni periodo; lo Stato Patrimoniale (o Conto del Capitale), che sintetizza i valori del capitale di funzionamento e del capitale proprio al termine dell’esercizio; il Rendiconto Finanziario (o Cash flow Statement) che dà dimostrazione della produzione e della destinazione dei flussi monetari (secondo varie specificazioni). Essendo un “prodotto” della contabilità generale, il bilancio trae il suo significato da un complesso di regole coerenti, poste dalle associazioni professionali, e comunemente accettate dai contabili come guida per le rilevazioni, le valutazioni e le sintesi nel corso dell’anno. Tali regole, denominate Principi contabili di generale accettazione, sono sintetizzate nell’acronimo GAAP, General Accepted Accounting Principles.

*Bilancio quale documento di informazione.* Occorre tenere ben presente che le informazioni sui risultati economici prodotti della gestione, quantificati dal bilancio, non sono destinate agli amministratori, che li determinano, ma ai “terzi”. I “terzi”, per definizione, sono tutti i soggetti che considerano l’impresa come una *black box all’interno* della quale non è pos-

sibile entrare per acquisire informazioni sulla gestione svolta. I terzi, pertanto non hanno possibilità di accedere al *sistema informativo* aziendale e non conoscono il *calcolo economico-finanziario* svolto dagli amministratori (dallo imprenditore, in generale) per decidere, attuare e controllare i processi aziendali, come indicato nel modello di figura 1. Gli amministratori, nel loro rapporto di agenzia, tramite il bilancio, rendono periodicamente conto della loro gestione, in primo luogo, ai portatori di capitale di rischio (stakeholders interni). Questo documento, tuttavia, svolge anche funzione di *accountability* nei confronti di tutti gli altri stakeholders, verso i quali gli amministratori assumono un’evidente *responsibility*<sup>3</sup> per la gestione dell’impresa, sia dal punto di vista strettamente economico, sia dal più ampio punto di vista della responsabilità sociale<sup>4</sup>.

---

3 Responsibility e accountability sono di fatto congiunte. Secondo Keith Davis (1975), in generale “La responsabilità è un obbligo individuale per svolgere compiti assegnati al meglio delle proprie capacità sotto la direzione del suo capo esecutivo” mentre “La responsabilità è l’obbligo di un subordinato di svolgere il compito come richiesto dal suo superiore”. In modo più ampio, si definisce la responsabilità come “i compiti e le attività assegnate a una posizione o un dirigente”. Chi assume una responsabilità di svolgere un compito, ha l’obbligo di rendere conto del suo operato (accountability) per consentire al suo superiore di verificare l’efficienza impiegata e i risultati conseguiti. Pertanto “l’accountability è l’obbligo di un individuo a riferire formalmente al suo superiore per il lavoro che ha svolto per scaricare la responsabilità.”

La responsibility concerne il dovere di decidere al meglio; l’accountability riguarda il dovere di rendere conto delle conseguenze, dei risultati, delle decisioni assunte.

Si vedano le ampie considerazioni in Sakthivel Murugan (2004), pagg. 182 e segg.

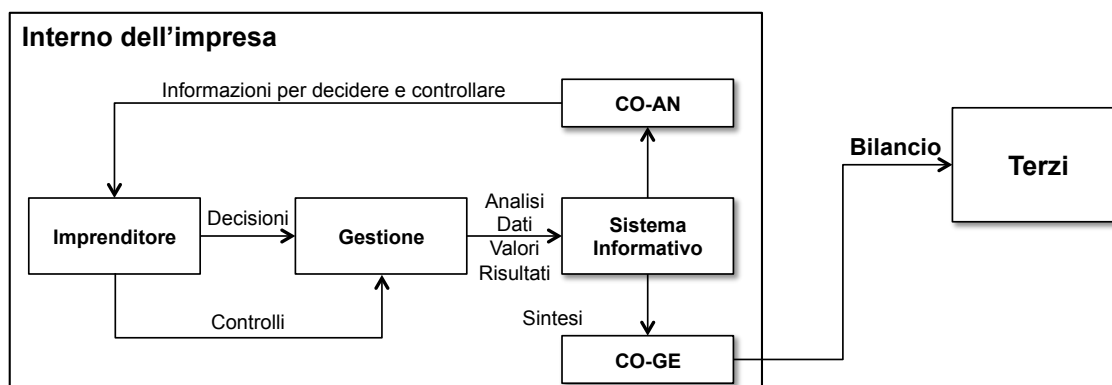
4 Ritengo utile riportare le 5 proposizioni del modello di Keith Davis (1975) che teorizza la Corporate Social Responsibility, da me adattate alle imprese:

- 1 – La responsabilità sociale deriva dal potere sociale;
- 2 – L’impresa è un sistema aperto in due sensi: riceve input dalla società e diffonde i risultati della sua attività verso la società;
- 3 – I costi e i benefici sociali di qualunque attività imprenditoriale devono essere attentamente calcolati e valutati per decidere se sia socialmente utile proseguire quell’attività;

McGuire, Sundgren et al. (1988) sostengono che il perseguimento della Corporate Social Responsibility influenzi positivamente la Financial Performance delle imprese. La CSR riguarda anche le aziende nonprofit, come si legge in Rusconi, Signori (2007).

---

<sup>2</sup> Il processo di rilevazione contabile si attua in un sistema contabile economico-patrimoniale, denominato *contabilità economica* o anche *financial accounting*, nella terminologia anglosassone. Tale sistema, tipico delle imprese e, più in generale, delle aziende di produzione, si contrappone al sistema c.d. finanziario, tipico delle aziende pubbliche, oggi in via di sostituzione con il sistema economico patrimoniale.

Figura 1. *Il bilancio quale strumento di informazione e di apprezzamento*a) **L'impresa quale black box per i terzi**b) **Gli elementi essenziali dell'impresa**

Per questa più ampia funzione, normalmente al bilancio economico-patrimoniale si affianca un parallelo *bilancio sociale* e un bilancio di responsabilità<sup>5</sup>.

4 – I costi sociali relativi a ciascuna attività devono essere sostenuti (in qualche forma) dai clienti;

5 – Le imprese, come istituzioni sociali e cittadini, hanno la responsabilità di farsi carico di problemi sociali (che con la loro esperienza potrebbero essere risolti) anche se essi sono al di fuori della loro normale area di attività.

**Fi**

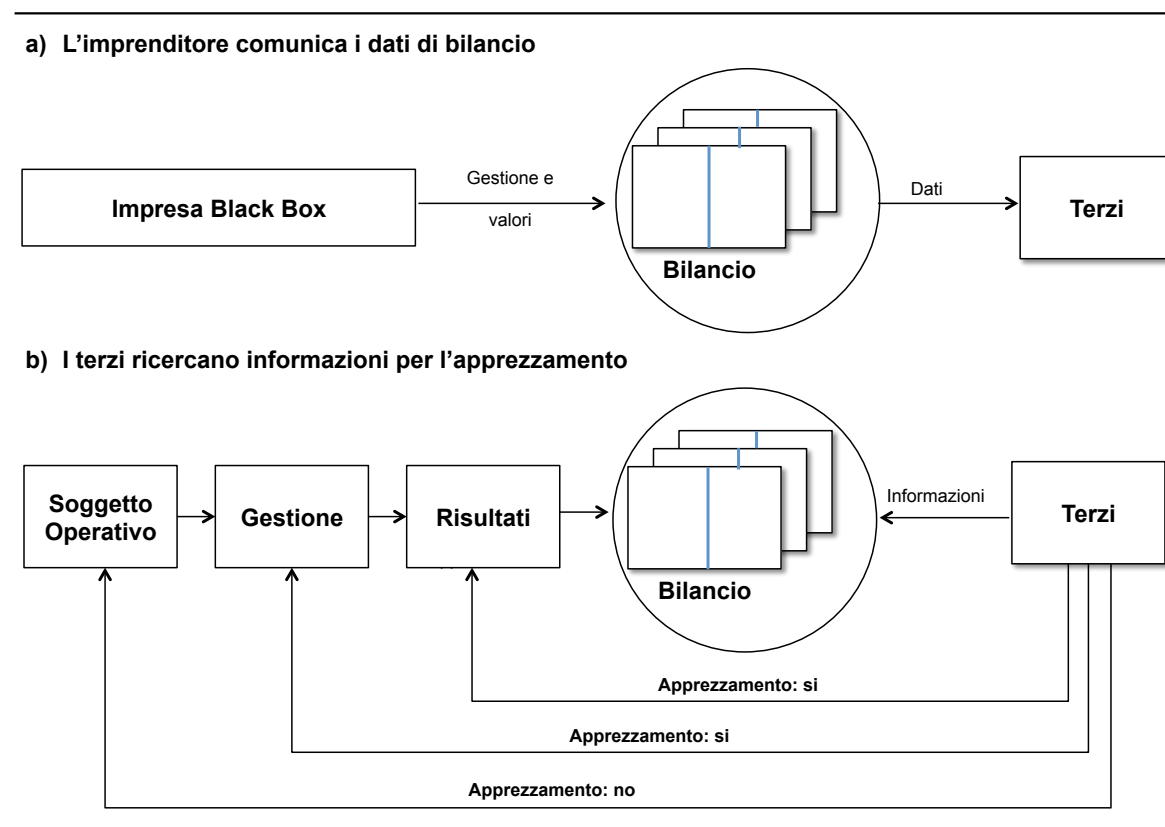
*Bilancio quale strumento di apprezzamento.* Si può denominare *apprezzamento* l'indagine volta a

esprimere un giudizio, favorevole o sfavorevole, una valutazione, un riconoscimento, positivo o negativo, sull'impresa in funzionamento, sulle *performance* gestionali conseguite e fitness aziendale, cioè sull'attitudine a conseguire performance future.

Il bilancio d'esercizio svolge una funzione strumentale per l'apprezzamento in quanto rappresenta, lo *strumento* fondamentale per l'apprezzamento aziendale da parte di soggetti "terzi", esterni, che, pur avendo interesse a giudicare l'azienda e la sua gestione, non hanno accesso, per definizione, al sistema informativo aziendale. Il management (imprenditore, in senso più lato), per la sua funzione di soggetto "interno" aziendale, deve continuamente monitorare la gestione, e controllare gli effetti delle scelte operative e strategiche ma per l'apprezzamento della gestione non ricorre alle analisi di bilancio in quanto dispone di mezzi potenti, precisi e tempestivi quali la Contabilità Analitica, il Budget e il Reporting, le analisi dei rendimenti dei fattori, il controllo di qualità e la ricognizione della soddisfazione dei consumatori, oltre che tutti gli strumenti del controllo di gestione nei diversi livelli di articolazione<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> "Firms are permanent organizations, created and governed for longevity; in particular, productive organizations, as "instruments of human activity in the economic field" "Against this conceptual framework the study proposes to examine how the above-mentioned modern tendencies of management can be brought together in a single approach that also provides the available information and operational instruments – among which the planning approach that focuses on the integral growth of the organization, social accounting and the use of performance indicators – that reveal the state of the conditions of teleonomy." (Gazzola, Pellicelli, 2003, pag. 109).

<sup>6</sup> Per un'ampia visione delle metodologie e degli strumenti del controllo di gestione nelle imprese, si rinvia a Mella, 1997.

Figura 2. *Strumentalità del bilancio per l'apprezzamento*

Con questi strumenti manageriali, può svolgere, in linea di principio, un *apprezzamento analitico e continuativo* della gestione, dei risultati, della performance e della dinamica della struttura patrimoniale e finanziaria.

I “terzi”, disponendo unicamente dei documenti informativi che l’impresa periodicamente fornisce, devono, di necessità, limitarsi a un *apprezzamento periodico e sintetico*, derivando dai dati del bilancio annuale (e infrannuale, ove disponibili), un giudizio complessivo della gestione e della sua performance (figura 2).

## 2 – Apprezzamento e analisi di bilancio

Il processo di apprezzamento non è mai “oggettivo” e “neutrale” e, comunque, è momento distinto e, almeno logicamente, successivo, a quello della determinazione dei risultati e delle performance aziendali.

La *determinazione* ha la funzione di quantificare con la massima precisione ammissibile, conveniente e possibile, il risultato economico e il correlato capitale di bilancio, e si concretizza nella redazione del bilan-

cio; l’*apprezzamento* ha lo scopo di esprimere un giudizio di bontà su tali risultati e impiega il bilancio come documento di base.

Tanto la *determinazione* quanto l’*apprezzamento* sono processi fondati su basi soggettive (figura 3).

Definendo “equazione personale” di un dato soggetto l’insieme delle sue caratteristiche peculiari che rendono differente, da quello di altri soggetti, un suo dato comportamento, diremo che tanto la determinazione quanto l’*apprezzamento* del risultato economico soggiacciono all’influenza dell’equazione personale dei soggetti che li attuano. Un’osservazione.

La gestione si sviluppa sulla base del calcolo economico e questo, normalmente, considera gli aspetti *sostanziali* delle operazioni che devono essere poste in essere: vale a dire, il valore dei fattori impiegati o impiegabili nei processi produttivi e quello delle produzioni ottenute tenendo conto dell’esigenza di ripetere indefinitamente i processi produttivi e di ampliarne le dimensioni.

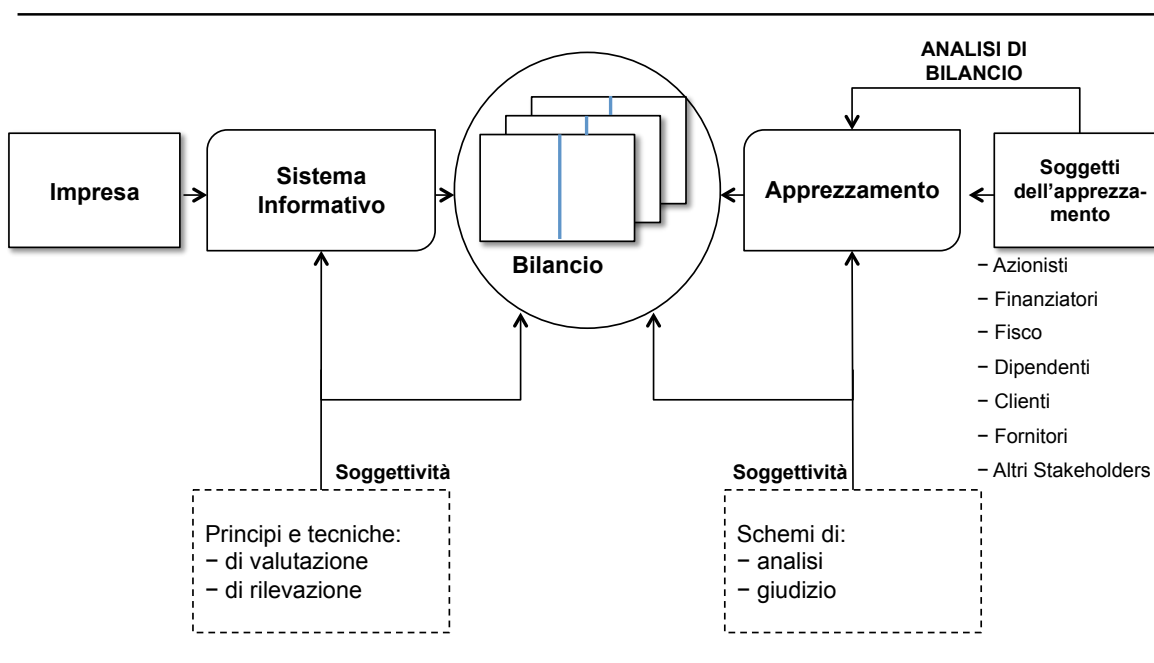
La realtà gestionale, di investimento, finanziamento e produzione economica, tuttavia, come abbiamo ricordato (par. 1), viene rendicontata nel bilan-

cio filtrata attraverso il *processo di contabilità generale* preposto alla raccolta cronologica e sistematica dei valori delle singole operazioni. Normalmente la contabilità si sviluppa secondo principi che privilegiano la “forma” rispetto alla “sostanza”;

Un apprezzamento non fallace della gestione è

possibile, tuttavia, solo se il bilancio rappresenta  *sostanzialmente* i valori della gestione; cioè se esso espone tutti gli investimenti e tutti i finanziamenti posti in essere dal soggetto operativo aziendale, secondo “sostanza” più che secondo “forma”.

Figura 3 – *La soggettività dell’apprazzamento della gestione*



Il bilancio d’esercizio può, quindi, essere considerato un rendiconto della gestione (funzionalità del bilancio) dal quale i terzi interessati devono essere in grado di trarre informazioni utili per l’apprazzamento della gestione (strumentalità per l’apprazzamento), impiegando, per questo, le analisi di bilancio<sup>7</sup>.

Il termine *analisi di (del) bilancio* designa la complessa attività, svolta con l’impiego di un corpo di tecniche elaborate dalla dottrina, sulla base di metodi rigorosi, per derivare dal bilancio, strutturato

come rendiconto assoggettato a vincoli normativi e professionali, e da altre informazioni, un modello utile per formulare un giudizio, o apprezzamento, dell’azienda, e sulle performance della gestione, da parte di qualche soggetto esterno<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> “La sintesi periodica del sistema dei valori d’azienda è fondata sul presupposto dell’impresa in funzionamento e finalizzata alla determinazione del reddito di esercizio e del correlato capitale di bilancio. Al fine di una maggiore significatività dei contenuti si considera il bilancio destinato a pubblicazione, cioè indirizzato alla generalità dei terzi interessati all’andamento economico dell’impresa. Per meglio identificare il potenziale informativo contenuto e formulare articolati e completi giudizi sul profilo economico indagato, è necessario sottoporre il bilancio ad elaborazione, utilizzando alcune tecniche riconducibili alla generica denominazione di *analisi di bilancio*” (Teodori, 2000), p. 3.

<sup>8</sup> Secondo Drake e Fabozzi (2008), “Financial analysis involves the selection, evaluation, and interpretation of financial data and other pertinent information to assist in evaluating the operating performance and financial condition of a company. The operating performance of a company is a measure of how well a company has used its resources – its assets, both tangible and intangible – to produce a return on its investment. The financial condition of a company is a measure of its ability to satisfy its obligations, such as the payment of interest on its debt in a timely manner”. Si vedano, inoltre: Lev(1974), Kennedy, McMullen (1973)

Scrivono Caramiello et al. (2003): “Per quanto concerne le finalità dell’analisi di bilancio mediante indici, esse sono riassumibili in un concetto che, di per sé, è piuttosto semplice: lo scopo dell’analisi, infatti consiste nel diagnosticare, in tempi ragionevolmente contenuti, lo “stato di salute” di un’impresa”, p. 10.



Si osserva, espressamente, che le analisi di bilancio non forniscono direttamente giudizi, apprezzamenti o valutazioni bensì gli strumenti per ottenere, dal bilancio, informazioni utili per quei giudizi e quegli apprezzamenti (figura 3).

Sono, quindi, *strumentali ai fini dell'apprezzamento*. Le tecniche di analisi, le procedure seguite e gli sviluppi delle medesime sono sempre sommesse alle esigenze conoscitive e valutative di soggetti di apprezzamento. La performance viene espressa, soprattutto, da indicatori che evidenziano i rapporti tra risultati ottenuti e risorse investite per ottenerli (analisi di redditività); occorre anche analizzare l'attitudine del sistema aziendale a produrre i risultati economici nel tempo (analisi di economicità e di struttura patrimoniale-finanziaria). Proprio la necessità di conoscere quali siano state le linee di svolgimento delle operazioni di gestione, quali le caratteristiche operative dell'azienda stessa, rende indispensabile l'attuazione di un'analisi operativa del bilancio di esercizio. Un'analisi che non si limiti al semplice calcolo di indicatori e al loro collegamento formale, ma ricerchi il significato degli indicatori di *performance* e di *fitness* in termini di operazioni che quei dati hanno consentito di quantificare. In particolare, le analisi di bilancio, intese in termini operativi, devono, o dovrebbero, consentire di pervenire a informazioni circa:

- la struttura e la logica operativa dell'impresa,
- le politiche e le strategie attuate e/o in corso,
- il prevedibile evolversi della gestione (situazione).

La ricerca di informazioni atte a caratterizzare la struttura tipica dei processi produttivi attuati – e, correlativamente, quella dell'intera azienda – sarà, perciò, momento fondamentale per potere apprezzare la performance della gestione.

L'intero sistema dei valori esposto nel bilancio-rendiconto viene interpretato dall'analista per consentire di porre in luce le caratteristiche operative aziendali che influiscono sull'attuazione di processi produttivi e, in ultima analisi, per consentire di ricostruire il calcolo economico svolto dall'imprenditore<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> “La lettura critica di un bilancio d'esercizio si articola in due distinte fasi di lavoro, che danno contenuto alla tecnica delle analisi di bilancio. Tali fasi sono le seguenti:

1. Interpretazione dei dati contenuti nel bilancio (stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa), per poter individuare l'espressività dei dati medesimi. Tale giudizio di espressività del bilancio rappresenta la premessa per qualunque analisi successiva, perché esplicita la “credibilità” dei dati da assoggettare ad una rielaborazione finalizzata;

2. Analisi del bilancio, denominate anche “analisi economico -finanziarie -patrimoniali” o “analisi finanziarie, patrimoniali, reddituali”. Tali analisi mira-

Occorre tenere presente che l'analista è un professionista che non si identifica sempre con il soggetto dell'apprezzamento. Quest'ultimo porrà indicazioni vincolanti circa gli obiettivi dell'apprezzamento e, sulla base di tali indicazioni, l'analista dovrà sviluppare le analisi di bilancio con gli schemi e le tecniche ritenuti più opportuni. Le analisi di bilancio per giudizi sulle performance e sull'adeguatezza strutturale del capitale a mantenere la redditività, non sono un “prodotto” recente ma si sono sviluppate da decenni secondo una logica ormai consolidata, che costituisce il *framework tradizionale* cui si attengono normalmente gli analisti di bilancio, che può essere sintetizzata nei punti seguenti (Mella, 1998):

- se la gestione dell'impresa, attuata sulla base di un Calcolo Economico razionale, produce un sistema di valori di sintesi relativi alla produzione, ai costi, agli investimenti e ai finanziamenti, dai quali deriva il risultato economico, rapportabile alla struttura del capitale investito per ottenerlo,
- e se tali valori sono riflessi dal bilancio d'esercizio-rendiconto ai fini della misurazione del reddito e del capitale,
- allora il bilancio rappresenta un modello quantitativo sistemico della gestione stessa ai fini dell'apprezzamento delle performance ottenute dall'impresa;
- elaborandone i valori, è possibile, pertanto, costruire un sistema di indicatori dal cui livello l'analista è in grado di comprendere e giudicare la performance della gestione che quei valori ha prodotto;
- se gli indicatori assumono valori considerati buoni/non buoni, allora la gestione sarà giudicata buona/non buona<sup>10</sup>.

### **3 –Procedura delle analisi di bilancio. Fase 1. L'accettazione dell'incarico da parte dell'analista**

La *procedura delle analisi di bilancio* definisce le fasi operative e delle operazioni tramite le quali l'analista perviene alla formazione degli indici di bilancio e all'espressione del giudizio sulla gestione.

La procedura può svilupparsi nelle seguenti cinque fasi:

no ad osservare determinati aspetti della gestione (es.: struttura finanziaria, situazione finanziaria, solidità patrimoniale, situazione economica, dinamica dei flussi finanziari ecc.) per cogliere quegli “elementi di sintesi” necessari ad una valutazione economica e finanziaria della gestione dell'impresa.” (Ferrero et al. 1998).

<sup>10</sup> Per un approfondimento si rinvia a Mella, Meo Colombo, Navaroni M. (2011).



1. accettazione dell'*incarico*;
2. verifica dei *presupposti* dell'analisi;
3. *riclassificazione* del bilancio;
4. *calcolo degli indici* e, in particolare, dei *ratios* e loro coordinamento;
5. espressione del giudizio di *apprezzamento*.

La prima fase della procedura è quella nella quale viene assegnato l'*incarico* all'analista che dovrà valutare se accettarlo o no. Essa merita di essere segnalata per due aspetti fondamentali.

Il primo aspetto interessante riguarda il fatto che si pone una netta distinzione tra l'analista e il soggetto che deve attuare l'apprezzamento. Non è mai l'analista ad avere esigenze di apprezzamento ma un soggetto che all'analista affida l'incarico di ottenere dal bilancio tutti i dati necessari, tutte le informazioni, anche sotto forma di *indicatori*, e in particolare di *ratios*, che possano favorire tale apprezzamento.

L'analista di bilancio è quindi un *operatore professionista*, spesso iscritto ad associazioni professionali di esperti o di analisti finanziari, mentre il soggetto che deve attuare l'apprezzamento può essere un azionista, una banca o un soggetto interessato a conoscere la dinamica gestionale dell'impresa e non possiede le conoscenze necessarie per procedere direttamente all'analisi del bilancio.

Il secondo aspetto interessante è rappresentato dal fatto che, proprio in questa fase, il *soggetto committente* deve esplicitare gli *obiettivi di apprezzamento*, cioè gli aspetti della gestione che gli interessa valutare. Solo conoscendo tali obiettivi del committente, l'analista sarà in grado di valutare le possibilità di analisi e di calcolare i sistemi di indici che queste analisi possono favorire. Come ogni altro strumento, anche le analisi di bilancio si prestano a un uso proficuo o dannoso a seconda della perizia del soggetto analista che le svolge; *tanto* più in quanto le analisi si pongono l'obiettivo di fornire un sistema di informazioni per l'apprezzamento della gestione.

Presupposto fondamentale da verificare riguarda, dunque, l'analista; è necessario che le analisi siano svolte da un analista professionista cioè da un operatore che sia in grado di giudicare la bontà dei dati che ottiene e offre al committente delle analisi.

Il presupposto della professionalità significa che l'analista dev'essere consapevole dei numerosi vincoli sia tecnici (principi contabili universalmente accettati) sia giuridici, civili e fiscali (vincoli esterni) che condizionano la procedura di formazione del bilancio.

Ciò equivale ad affermare che l'analista dev'essere in grado di evidenziare – e di annullare, ove occorra – l'influsso distorsivo che i vincoli al bilancio pongono alle valutazioni e alle riclassificazioni. L'analista, inoltre, deve conoscere come utilizzare i dati ottenuti e come coordinarli con altre informa-

zioni; gli indici patrimoniali, ad esempio, potrebbero non essere utili in indagini di leverage; gli indici reddituali, viceversa, potrebbero rivelarsi inutili in indagini di struttura finanziaria; per ogni forma di utilizzo e per ogni obiettivo di apprezzamento, variano sia la specie sia le modalità di impiego dei dati; la conoscenza del rapporto esistente tra gli obiettivi delle indagini e i dati necessari per conseguirli è, perciò, presupposto essenziale per attuare un'analisi veramente significativa.

L'analista, infine, in quanto tecnico professionista delle analisi di bilancio, non dovrebbe emettere giudizi sull'impresa ma limitare il suo giudizio ai dati che trasmette al soggetto che deve attuare l'apprezzamento; non deve sostituirsi al committente, ma deve aiutarlo a formarsi i propri convincimenti circa la gestione dell'impresa i cui bilanci siano stati analizzati.

#### 4 – Fase 2. Verifica dei presupposti di analisi

Dopo l'assegnazione dell'incarico, l'analista deve verificare l'esistenza di presupposti per portare a termine, *in modo significativo*, le analisi commissionate.

Si possono denominare *presupposti* delle analisi di bilancio le condizioni necessarie – anche se non sempre sufficienti – per lo svolgimento di analisi significative. Occorre, innanzitutto, distinguere tra:

- a. *presupposti delle analisi* in senso stretto; sono le condizioni che devono verificarsi per poter svolgere le analisi; si distinguono in:
  - a.1. *presupposti oggettivi*: riguardano i dati disponibili per le analisi, ovvero (1) il *bilancio* (o ai bilanci) oggetto delle elaborazioni, (2) l'*impresa* da analizzare, (3) la *gestione* rappresentata nel bilancio;
  - a.2. *presupposti operativi*: sono relativi alle condizioni necessarie per lo svolgimento stesso della procedurale analisi;
- b. *presupposti dell'apprezzamento*; rappresentano le condizioni necessarie per attuare l'apprezzamento, operazione per la quale le analisi di bilancio svolgono una funzione strumentale.

#### 5 – I presupposti oggettivi. Un bilancio significativo

I presupposti oggettivi riguardano il bilancio – o i bilanci – da analizzare: è indispensabile verificare la disponibilità di un *bilancio significativo* (strumento *immediato* delle analisi), relativo a un'*impresa significativa* (oggetto ultimo delle analisi, cioè dell'apprezzamento).

Iniziamo con i presupposti relativi al bilancio. Perché possa ritenersi significativo, per le analisi di

bilancio, tale documento deve:

a) essere *redatto* in modo da riflettere la *realtà operativa dell'impresa* e non esclusivamente nel merito rispetto di vincoli giuridico-contabili (Mella, 1993); se il magazzino materie avesse logica di rotazione Fifo il bilancio non dovrebbe esporre le rimanenze valutate con criterio Lifo o con altro; se un macchinario, acquistato nell'esercizio, non fosse stato utilizzato, o, se utilizzato, avesse mantenuto inalterata la capacità produttiva potenziale, il bilancio non dovrebbe accogliere alcuna quota di ammortamento, e così/via; in altri termini, il bilancio dovrebbe dare la *corretta e veritiera rappresentazione* della situazione delle attività (situazione patrimoniale), delle passività (situazione finanziaria) e della struttura del reddito (del risultato economico);

b) essere *corredato* di tutti i documenti che rendono comprensibile e completa l'informazione: la nota integrativa, la relazione degli amministratori, la relazione dei sindaci e dei revisori, il bilancio consolidato e, soprattutto, il rendiconto finanziario;

c) essere *costruito* nel rispetto del principio (o vincolo) della *consistency*<sup>11</sup>; questo principio impone sia che la *struttura* del bilancio non muti nel tempo, sia che *criteri* di riclassificazione (piano dei conti e schema di bilancio) e i *metodi* di valutazione rimangano costanti; in caso si rendesse necessario variare questi criteri e metodi, dovrebbero essere disponibili informazioni sufficienti a consentire all'analista un raccordo tra il nuovo e i vecchi bilanci;

d) essere *redatto* al solo fine di misurare correttamente il reddito d'esercizio, secondo ipotesi di *funzionamento* e di *continuità* dell'impresa; l'analista dovrebbe essere in grado di depurare i risultati formalmente esposti nel bilancio sia dagli effetti delle *valutazioni fiscali* sia da quelli delle valutazioni eseguite per attuare *politiche dei dividendi* sia, ma non da ultimo, degli effetti dell'*inflazione*<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> In rete si trovano interessanti citazioni e voci di dizionari, tra le quali: “[Consistency principle is] An accounting principle that states that a business should stick with the same accounting system once one has been chosen, and that any change of accounting systems must be thoroughly documented. Auditors are charged with maintaining consistency, to ensure that a company's financial records remain accurate and coherent.”. “The consistency principle is most frequently ignored when the managers of a business are trying to report more revenue or profits than would be allowed through a strict interpretation of the accounting standards. A telling indicator of such a situation is when the underlying company operational activity levels do not change, but profits suddenly increase”.

<sup>12</sup> Questi concetti sono espressi in modo convincente in Superti Furga, 1987, 2004.

## 6 – Il bilancio di un'impresa significativa

Consideriamo ora i presupposti oggettivi relativi all'impresa alla quale il bilancio si riferisce. Tre sono i fondamentali:

1) il bilancio dev'essere di un'*impresa significativa*; le analisi di bilancio, nella loro articolazione tradizionale, sono attuabili significativamente per imprese industriali e mercantili; per altre specie di imprese – di trasporto, di credito, di assicurazione, di leasing, editoriali, ecc. – le analisi sono limitate e devono essere condotte con strumenti adattati di volta in volta; ad esempio, nelle società di leasing, si pone il problema se i beni locati si debbano riclassificare tra le realizzabilità o tra le immobilizzazioni<sup>13</sup>;

2) l'impresa alla quale le analisi si riferiscono dev'essere in *normale funzionamento*; bilanci straordinari, redatti in ipotesi di cessione, fusione, trasformazione, scorporo e altre operazioni straordinarie, non possono essere analizzati, a meno che l'analista non annulli gli influssi delle operazioni straordinarie;

3) il bilancio dev'essere di un'*impresa unitaria*, considerata tale in termini economici e non solo in termini giuridici; un'impresa si può considerare *unitaria*, sul piano economico, se:

a - è *economicamente autonoma*, cioè non risulta *assistita direttamente* (copertura di perdite, finanziamenti a fondo perduto, sgravi fiscali, commesse preferenziali, contributi di processo, ecc.) o *indirettamente* (agevolazioni all'esportazione, effetto inflazione sui debiti, fiscalizzazione degli oneri sociali e così via) da altre aziende;

b - gode di *indipendenza economica*, cioè non risulta parte di un *gruppo* integrato; un'impresa è indipendente se può sviluppare la gestione con autonomia operativa e se i valori di bilancio riflettono scelte indipendenti di efficienza produttiva ed economica; un bilancio di un'azienda appartenente a un gruppo non potrà, allora, essere documento significativo di analisi se la dipendenza è tale da non rendere significativi i valori esposti; solo il bilancio di gruppo dovrebbe costituire il documento su cui fondare le analisi.

<sup>13</sup> Le modalità di calcolo degli indici per imprese di leasing, factoring, e altre società di gestione del credito sono delineate, per es., in Carretta (1995). Quelle per le aziende editoriali, di assicurazione, di costruzione e leasing sono delineate in Devecchi, 1993. Le analisi di bilancio possono essere applicate anche agli enti locali, come dimostra Bellesia, 2002. In presenza di gruppi, le analisi dovrebbero svolgersi sul bilancio consolidato (Brunetti, 1995).

## 7 – Un presupposto fondamentale. L'ipotesi di normalità operativa

Tra tutti, quello della *normalità operativa* (indicato come a.2 nel par. 4) rappresenta il presupposto oggettivo più significativo e, nello stesso tempo, maggiormente trascurato dalla dottrina; esso può essere espresso nei termini seguenti: le analisi di bilancio sono significative solo se attuate in condizioni di normalità operativa dell'impresa.

E noto che il bilancio, e in particolare lo stato patrimoniale, riflette la situazione relativa a un istante della vita dell'impresa, della quale denota la struttura finanziaria – economica e produttiva – e dei finanziamenti, ancora attivi alla data di chiusura.

Nessun valore dello stato patrimoniale ha ragion d'essere se non può essere correlato ai processi della gestione futura. Tutti i valori dello stato patrimoniale sono destinati a modificarsi e, anche nelle immediate vicinanze dell'apertura dell'esercizio, possono intervenire rilevanti mutamenti nei valori di fine anno. Appare, quindi, immediato l'interrogativo di come si possano attuare analisi di bilancio significative su uno stato patrimoniale atto a riflettere la situazione di un istante, destinata a modificarsi nel breve periodo.

La risposta è proprio nel *presupposto della normalità operativa*: se supponiamo che l'impresa abbia una gestione che si sviluppi normalmente nel corso del periodo amministrativo, allora possiamo, altresì, supporre che i valori dello stato patrimoniale riflettano rapporti normali, medi, cioè valori e rapporti mediamente osservabili nel corso di tutto il periodo amministrativo. Con questa ipotesi, pertanto, si suppone che la gestione si sviluppi con continuità e con regolarità. Qualora l'analista avesse informazioni attendibili del verificarsi di fatti "anormali", o "abnormi", dovrebbe opportunamente tenerne nella costruzione, e, soprattutto, nell'interpretazione degli indicatori calcolati.

I più importanti fattori di "anormalità operativa" sono i seguenti:

- attuazione di operazioni societarie straordinarie, quali, ad esempio, fusioni, incorporazioni o scorpori;
- aumenti o riduzioni straordinari di capitale;
- gestione interrotta per causa di forza maggiore, per periodi più o meno prolungati;
- acquisizioni o cessioni in corso di esercizio di particolari fattori o rami d'azienda, magari in conseguenza di precedenti aumenti di capitale;
- acquisto partecipazioni di controllo e formazione di gruppi, ecc.

In presenza di fattori di anormalità operativa, le analisi possono ugualmente essere attuate, ma occorre molta cautela nell'interpretarne i risultati.

Anche in assenza di fattori di anormalità palesi, l'ipotesi di normalità operativa renderebbe opportuno effettuare il calcolo degli indicatori, anziché sui valori di fine anno, assunti da un solo stato patrimoniale, sui *valori medi*, calcolati come media dei valori degli stati patrimoniali di fine anno e di inizio anno. Per attuare analisi veramente significative sarebbe utile operare su uno *stato patrimoniale "medio"*, ottenuto dalla semisomma dei valori dello stato patrimoniale iniziale con quelli dello stato patrimoniale finale.

Normalmente, tuttavia, nell'elaborazione degli indicatori più di frequente calcolati, si evitano questi calcoli di media, per quanto opportuni

Valori medi vengono invece impiegati per la determinazione dei c.d. indici di rotazione (dei crediti, dei debiti, del magazzino), anche se sarebbe necessario estendere il calcolo a ogni altro rapporto.

## 8 – I presupposti operativi

Il terzo gruppo di presupposti attiene alla procedura stessa delle analisi di bilancio e riguardano le condizioni per svolgere concretamente e significativamente la procedura di analisi.

I presupposti procedurali possono essere sinteticamente schematizzati in:

a) presupposti inerenti l'affidamento dell'incarico; l'analista deve essere messo in grado dal committente di conoscere gli obiettivi dell'apprezzamento e gli schemi prescelti per attuarlo; solo così potrà svolgere analisi di date specie anziché di altre;

b) presupposti inerenti la ricognizione dei dati; l'analista deve disporre di dati veritieri, in quantità e qualità sufficienti per le analisi da svolgere;

c) presupposti inerenti lo svolgimento delle analisi; l'analista deve disporre delle conoscenze tecnico-operative, degli strumenti (elaboratore, risorse, supporto logistico, ecc.) e del tempo necessario per svolgere la procedura;

d) presupposti inerenti la relazione; l'analista deve poter cogliere il contenuto informativo dei risultati conseguiti nonché interpretare, confrontare e giudicare quei risultati, onde offrire loro la rappresentazione più efficace.

## 9 – Fase 3. La riclassificazione del bilancio

La terza fase della procedura indicata al paragrafo 3. è quella di *riclassificazione*. Con questo termine indichiamo una procedura volta a:

a) leggere attentamente i dati dei bilanci da analizzare e comprenderne pienamente il significato contabile, economico e finanziario;

b) ricercare altri dati informativi per ampliare le informazioni contabili disponibili;

c) “sfoltire” i dati di bilancio raggruppandoli in “poche classi significative” e facilmente elaborabili;

d) effettuare alcune “rettifiche” per esprimere i dati contabili secondo “sostanza” e non solo secondo forma;

e) determinare “nuovi valori” sulla base di quelli ottenuti dai raggruppamenti in classi;

f) effettuare le “prime”, e più significative, *analisi di struttura*.

La riclassificazione non è, quindi, solo un momento strumentale, intermedio, per le analisi di bilancio, ma diventa essa stessa *una prima, ma efficace, forma di analisi di bilancio*, che possiamo denominare “analisi semplice” o *fondata su modelli*.

## 10 – Fase 4. Calcolo degli indici. Forme di analisi di bilancio

La riclassificazione è propedeutica, in ogni caso, al calcolo degli “indici” di bilancio, o “indicatori” di apprezzamento (paragrafo 3).

Quattro sono le specie fondamentali di analisi di bilancio, se riguardate relativamente al tipo di *indicatori* elaborati e impiegati:

A. *Analisi di bilancio per indici quantitativi o per rapporti (ratios)*; si basa sull’ipotesi che l’apprezzamento non possa essere effettuato sulla semplice osservazione di dati evidenziati in bilancio e che sia, perciò, indispensabile effettuare raggruppamenti significativi, calcolando rapporti, ritenuti altamente espressivi di date situazioni aziendali, tra dati singoli o tra raggruppamenti di dati<sup>14</sup>.

B. *Analisi per indicatori* derivanti dal *flussi di fondi* (Potito, 1980, Mella 1998) opportunamente definiti (meglio sarebbe dire: analisi della *correlazione tra fonti e impieghi di fondi*); quest’analisi deriva direttamente dall’interpretazione finanziaria del bilancio di esercizio; si fonda sull’assunto che molti apprezzamenti possano essere effettuati solo sul fondamento delle variazioni tra i valori dello stato patrimoniale di apertura e di chiusura; ovvero, tra flussi di valori connettenti i “fondi” di capitale (variamente specificati) iniziali a quelli finali; solo dall’osservazione di tale dinamica è possibile, secondo tale specializzazione delle analisi di bilancio, apprezzare le modalità di svolgimento di date operazioni aziendali o di dati processi di operazioni.

C. *Analisi per indici compositi*, ottenuti mediante varie elaborazioni di indici semplici per ottenere un numero sintetico che possa graduare su una scala i giudizi sulla gestione, come, per es., il celebre “indice Altman” che cerca di offrire indicazioni sulla probabilità di insolvenza dell’impresa analizzata.

D. *Analisi per dati non quantitativi*, come per es. il numero di prodotti, l’ampiezza del mercato, la tipologia di dipendenti, ecc., che possono rappresentare utili dati per esprimere gli apprezzamenti. Appare, pertanto, evidente che gli *indici* (indicatori) di bilancio non si esauriscano nei ratios, ma comprendano anche altri dati non rappresentati da quozienti ma da valori unici, o da margini, variamente determinati o da informazioni *qualitative*. Non è difficile, comunque, comprendere come le quattro specie di analisi non si escludano a vicenda; il loro impiego non è competitivo bensì complementare ai fini di una più ponderata valutazione del rischio complessivo dell’impresa.

Occorre, inoltre, osservare come i singoli ratios non devono essere utilizzati isolatamente ma in insieme, o “grappoli”, che devono essere interpretati unitariamente.

Le più comuni forme di analisi di bilancio mediante indici nel *framework tradizionale*, si possono così compendiare:

a) *Analisi assolute*: l’analista confronta il valore assoluto di alcuni indici ritenuti particolarmente significativi, calcolati sul bilancio analizzato, con *valori standard* che, sulla base della sua esperienza, dovrebbero rivelarsi ottimali nel settore e nel paese in cui l’impresa opera; lo scostamento tra valori calcolati e *standard ottimali* indica i livelli di performance; non per tutti gli indici si possono esprimere valori standard<sup>15</sup>.

b) *Analisi dinamiche o temporali*: gli indici sono calcolati per una successione di bilanci della stessa

---

<sup>15</sup> Avverte Ferrero (1979), che gli indici standard non dovrebbero essere costituiti da un unico valore puntuale, bensì da un intervallo di valori che l’analista ritiene significativi: “... per fungere da parametro orientativo il quoziente standard deve essere individuato non in un numero bensì in un intervallo di numeri atto a consentire all’analista consapevole che fugge dai prontuari ambiti, invece, dagli sprovveduti, una latitudine di osservazione e di ragionamento capace di consentirgli un buon uso anche della propria maturata esperienza: donde la necessità di individuare significativi massimi e minimi atti a delimitare l’accennato intervallo di numeri” (Ferreo, Dezzani, 1979).

Per un migliore uso di indici singoli, utilizzati però congiuntamente, sono state studiate le relazioni statistiche di correlazione tra i valori di diversi indicatori, come nel lavoro di Gargiullo, 1981. Si veda, inoltre, Whittington (1980).

---

<sup>14</sup> Si vedano le considerazioni di Montrone, 2004, paragrafo 1.4. In particolare, l’Autore si sofferma sulla necessità di considerare anche indicatori non a valore insieme a quelli monetari.



impresa; la dinamica degli indici più rilevanti consente di esprimere un giudizio; per es.: se il ROI è in crescita, allora la performance reddituale migliora; ecc; se il quoziente di copertura delle immobilizzazioni e l'elasticità dell'attivo aumentano, allora la struttura patrimoniale finanziaria è migliorata; ecc; l'analisi temporale condotta per un periodo non breve sarebbe anche in grado di predire le difficoltà finanziarie e anche il possibile fallimento dell'impresa<sup>16</sup>;

c) *Analisi statiche o spaziali*: seguono una logica analoga a quella delle analisi temporali, con la variante che gli indici dell'impresa analizzata sono confrontati con quelli calcolati con altre imprese di riferimento; per es.: la liquidità è più bassa di quella dei concorrenti; la redditività si attesta ai livelli più bassi; ecc;

d) *Analisi di posizione, o diagnostiche*: rappresentano l'impiego più significativo in quanto gli indici sono considerati strumenti diagnostici per individuare la posizione dell'impresa rispetto ai valori medi del settore in cui opera; per tali analisi è utile porre in relazione matematica alcuni indici rilevanti così da poter individuare, nell'ambito della relazione individuata, quali indici denotino sintomi vantaggi oppure di problemi gestionali;

e) *Analisi di simulazione*: sono le più complesse e, forse, anche le meno significative; si propongono non tanto di esprimere un giudizio di performance sulla base degli indici storici ma di fissare valori desiderati degli indici al termini di un periodo prefissato, e simulare quali grandezze economiche e finanziarie la gestione dovrebbe produrre nel periodo per ottenere quei valori, simulando, in forma sintetica, un piano o un budget (Whittington, 1980)<sup>17</sup>.

Gli apprezzamenti sono normalmente rivolti al passato (storici o retrospettivi), ma i soggetti dell'apprezzamento tendono, quasi naturalmente, a riferire le loro valutazioni anche al futuro (appressa-

menti prospettivi), specialmente nelle analisi di simulazione.

Spesso si ritiene che l'ottenimento di indicazioni circa la futura evoluzione del sistema aziendale sia conseguibile mediante semplice processo di induzione, estrapolando dinamiche e regolarità desunte da analisi di andamento.

Così, ad es., se le analisi evidenziassero una buona redditività negli ultimi tre esercizi – determinata su dati storici, quantificati in condizioni storiche – sarebbe immediato ritenere che vi siano le condizioni per prevedere il mantenimento di buona redditività anche per gli anni futuri.

Data la fisiologica instabilità del sistema socio economico in cui opera l'impresa, il processo induttivo raramente offre dati validi per apprezzamenti prospettivi ove non sia accompagnato dai risultati della ricerca di relazioni di struttura operativa.

Occorre, tuttavia, usare estrema cautela in tali estrapolazioni.

Quando l'apprezzamento si rivolge al futuro – è, cioè, prospettico – deve essere sempre accompagnato da un'analisi in termini previsionali, cercando di analizzare e collegare l'andamento nel breve, a quello del medio e lungo periodo.

Ci si pone l'interrogativo se il bilancio possa consentire l'analisi prospettiva, e, soprattutto, l'analisi di simulazione, costituendo i dati di bilancio, tipicamente un sistema di valori storico.

Una risposta positiva generale non è possibile perché per attuare analisi prospettive – e di simulazione – l'analista deva essere in grado di trasformare il bilancio da *modello descrittivo* in *modello operativo* impiegando la logica della Break Even Analysis.

Nei limiti, tuttavia, in cui le analisi evidenziano legami strutturali di tipo *sistematico-funzionale* tra date grandezze storiche di bilancio e nei limiti, e per tutto il tempo, in cui tali relazioni possono ipotizzarsi *stabili nel futuro*, le analisi possono consentire anche, con molta cautela, apprezzamenti circa le condizioni di redditività ed economicità future.

## 11 – Fase 5. Espressione del giudizio di apprezzamento. Tipi di giudizi

La quinta fase della procedura di analisi di bilancio (paragrafo 3) è quella dell'espressione dell'apprezzamento, sulla base degli indici determinati dall'analista.

Avendo già più volte trattato del problema dell'apprezzamento, non ci rimane ora che ricordare che l'apprezzamento è operazione distinta dall'analisi; in particolare che l'apprezzamento, o giudizio di bontà sulla gestione dell'impresa, dev'essere attuato dal soggetto committente, non dallo stesso analista.

<sup>16</sup> Questo uso della analisi temporali è così descritto: "The use of financial ratios in failure prediction is based on the assumption that the failure process is characterized by a systematic deterioration in the value of the ratios. For example, Sharma and Mahajan present a general model of failure process according to which ineffective management together with unanticipated events lead to a systematic deterioration in performance indicators" (Laitinen, 1991), p 649.

<sup>17</sup> Ai fini dell'uso delle analisi di bilancio per le simulazioni, scrive Cappellotto (1993): "Non per questo il concetto di simulazione coincide con quello di pianificazione e budget, anche se le tecniche del budgeting si avvalgono di procedure di simulazione", p. 274.

Non si può tuttavia ignorare il fatto che spesso il soggetto committente non è in grado di esprimere autonomamente un apprezzamento e chiede, di conseguenza, all'analista di svolgere concretamente anche gli apprezzamenti.

Nella analisi di bilancio tradizionali, con l'impiego di ratios e di flussi, utilizzando differenti "grappoli" di indicatori, vengono elaborati diversi tipi di analisi specializzate per esprimere i seguenti tipi di giudizi:

a. *Giudizio sulla liquidità*: l'analista cerca di valutare l'attitudine dell'impresa a far fronte, in condizioni di normalità operativa, agli impegni finanziari a breve termine con risorse a breve termine.

b. *Giudizio sulla solidità e sull'elasticità finanziaria*: si valuta, da un lato, se l'impresa ha solide basi finanziarie, cioè se ha finanziato gli investimenti a lungo termine, e a lento recupero, con capitali disponibili durevolmente; dall'altro, se le risorse disponibili nel breve termine sono sufficientemente elastiche da consentire di modificare il mix degli investimenti (simmetrici giudizi si esprimono sulla rigidità del passivo).

c. *Giudizio sulla redditività*: è soprattutto richiesto dagli azionisti o da altri investitori di capitale nell'impresa, interessati a stimare la capacità dell'impresa a produrre livelli adeguati di redditività in relazione all'entità dei capitali investiti; le indagini sulla redditività cercano di far emergere congiuntamente i fattori che influiscono sui risultati ottenuti e quelli che condizionano l'entità dei capitali investiti per produrre quei risultati.

d. *Giudizio sull'economicità*: questa forma di analisi, molto articolata e complessa, ha lo scopo di giudicare l'attitudine dell'impresa a produrre flussi adeguati di redditi; oltre che indagini sulla struttura del processo produttivo, vengono anche sviluppate analisi orientate al futuro, mediante simulazioni circa la dinamica dei ricavi e dei costi; devono tuttavia, tenere conto della posizione strategica dell'impresa e della sua possibile evoluzione.

e. *Giudizio sulla creazione di valore dell'impresa*: questa specie di analisi (Rappaport, 1998) trova fondamento nella teoria dell'impresa finalizzata alla creazione di shareholder value<sup>18</sup> e si basa su indici

che considerano grandezze di mercato quali la capitalizzazione, i dividendi, con gli indicatori relativi – per es. P/E ratio, EPS, dividend cover, Market value added, dividend yield – spesso considerati come multipli, per la valutazione del capitale economico aziendale quale massima espressione del valore prodotto<sup>19</sup>. Questa forma di analisi, in quanto non esclusivamente fondata su valori di bilancio, non sarà di seguito approfondita.

## References

Arnold G. & Davies M., *Value-based Management: Context and application*, New York, John Wiley & Sons, 2000.

Bellesia M. (2002 seconda edizione), *Analisi di bilancio: dai dati contabili alle valutazioni di efficacia e di efficienza*, Ipsoa.

Brunetti G. (1995), *L'analisi economico-finanziaria mediante bilancio consolidato di gruppo*, in Brunetti G., Coda V., Favotto F., *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Milano, EtasLibri.

Cappellotto A. (1993), *Strumenti per il controllo di gestione: modelli di analisi e simulazione di bilancio*, CEDAM, Padova.

Caramiello C., Di Lazzaro F. & Fiori G. (2003 seconda edizione), *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè, Milano.

Carretta A. (A cura di) (1995), *Gli intermediari finanziari non bancari: profili gestionali, analisi di bilancio e valutazione delle performance*, Egea, Milano.

Copeland T. & Koller T., Murrin J. (2000), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons.

Davis, K. (1975). *Five Propositions for Social Responsibility*. Business Horizons June: 19-24.

Devecchi C. (1993), *Analisi di bilancio*, Giappichelli, Torino.

Drake P. P. & Fabozzi F. J. (2008), *Financial Ratio Analysis. Handbook of Finance*, John Wiley & Sons.

Ferrero G. & Dezzani F. (1979), *Manuale delle analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano.

Ferrero G., Dezzani F., Pisoni P. & Puddu L., (1998), *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano.

Gargiullo S. (1981), *Strutture finanziarie di impresa: significatività degli indici di bilancio attraverso l'analisi di quattro settori industriali*, Atlantis, Roma.

Gazzola P. & Pellicelli M. (2003), *The corporate responsibility report between private interest and col-*

<sup>18</sup> La massimizzazione del valore per l'azionista, quale fine ultimo dell'impresa, è chiaramente espresso da Arnold e Davies: "Value-based management is a managerial approach in which the primary purpose is long-term shareholder wealth maximization. The objective of a firm, its systems, strategy, processes, analytical techniques, performance measurements and culture have as their guiding objective shareholder wealth maximization" (Arnold e Davies, 2000: p. 9).

Si vedano anche Copeland et al. (1996), Morin e Jarrel (2001), Pellicelli M. (2007).

<sup>19</sup> Su questo importante aspetto, si vedano Guatri (1991) e Guatri e Bini (2002, 2009).

- lective welfare*, *Economia Aziendale online*, pp. 109-138.
- Guatri L. (1991), *La teoria di creazione di valore. Una via europea [The theory of the value creation]*, Egea, Milano.
- Guatri L. & Bini M. (2002), *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Università Bocconi Ed. Milano.
- Guatri L. & Bini M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano.
- Kennedy R. & McMullen S. (1973), *Financial Statements: Forms, Analysis, and Interpretation*, Irwin, Homewood, IL.
- Laitinen E. K. (1991), *Financial Ratios and Different Failure Processes*, *Journal of Business Finance & Accounting*, 18: pp. 649–673.
- Lev B. (1974), *Financial Statement Analysis: A New Approach*, (Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ).
- McGuire, J.B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). *Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance*, in *Academy of Management Journal* December: 854-72.
- Mella P. (1993), *Trattato di amministrazione d'impresa*, Tomo II, Contabilità e Bilancio, Utet, Torino.
- Mella P., Meo Colombo C., & Navaroni M. (2011), *Un nuovo framework per le analisi di bilancio. Un "check-up veloce" con l'Indice M*, in *Piccola Impresa/Small Business*, n. 3, pp. 69-112.
- Montrone A. (2005) *Il sistema delle analisi di bilancio per la valutazione dell'impresa*, FrancoAngeli, Milano.
- Morin R. & Jarrel S. (2001), *Driving Shareholder Value*, McGraw-Hill.
- Pellicelli M. (2007), *Creazione di valore e value based management*, Giappichelli, Torino.
- Rusconi G. & Signori S. (2007), *Responsabilità sociale e azienda nonprofit: quale declinazione?*, *Impresa sociale*, 76(1), pp. 40-58
- Sakthivel Murugan M. (2004); *Management Principles and practices*, *New Age International*, Publishers, New Delhi.
- Superti Furga F. (1987), *Reddito e capitale nel bilancio di esercizio*. Giuffrè, Milano.
- Teodori C. (2000), *L'analisi di bilancio*, Giappichelli Editore, Torino.
- Whittington, G. (1980), *Some Basic Properties of Accounting Ratios*, *Journal of Business Finance and Accounting*: pp. 219-223.