

Partecipazione estera e performance economica in Lombardia*

1. Introduzione

Quali sono gli effetti degli Investimenti Diretti Esteri (IDE) nel paese ricevente? In teoria, la presenza di imprese multinazionali estere (MNE) in un dato settore o in una data regione può influenzare la performance economica media di quel settore o di quella regione attraverso due differenti canali. Da una parte, se le MNE differiscono significativamente dalle imprese nazionali (a controllo di capitale italiano), l'aumento della quota delle MNE farà crescere la performance media, a parità di performance delle imprese nazionali. D'altra parte, se esistono spillover, la maggiore presenza estera migliorerà la performance delle imprese nazionali.

Comprendere l'esistenza e l'intensità degli effetti della partecipazione estera è fondamentale ai fini di politica economica. In presenza di effetti positivi, politiche di incentivo agli IDE sarebbero giustificate sulla base del ritorno associato al miglioramento di performance. La letteratura sul tema è ormai vasta, ma non sembra aver ancora prodotto risposte conclusive. L'esistenza di spillover, infatti, sembra dipendere fortemente dalle caratteristiche del paese analizzato e dalla contemporanea presenza di fattori economici, politici e sociali che possono favorire l'assorbimento da parte delle imprese nazionali delle conoscenze trasferite nel paese ricevente dalle MNE.

Apparentemente, l'evidenza circa l'esistenza di differenziali di performance positivi a favore delle MNE è più robusta. Numerosi contributi sul Regno Unito e sugli Stati Uniti hanno infatti mostrato che le MNE sono generalmente più produttive delle imprese nazionali, si caratterizzano per tecniche più intensive in capitale e in asset intangibili, e pagano salari più alti¹.

Tuttavia, quanta parte di questa differenza riflette effettivamente un vantaggio delle MNE sulle imprese nazionali? Se le MNE sono sistematicamente diverse dalle imprese nazionali lungo dimensioni correlate alla performance - quali la specializzazione settoriale o la dimensione media - parte del differenziale dipenderà da questi fattori. Inoltre, se le MNE tendono ad investire nelle imprese nazionali "migliori", un'altra frazione del differenziale dipenderà da tale attitudine, che per semplicità definiremo cherry-picking. In realtà, dopo aver tenuto conto di questi fattori mediante appropriate tecniche econometriche, studi più recenti hanno evidenziato che il differenziale a favore delle MNE si riduce significativamente, fino, a volte, a scomparire².

In questo lavoro, confronteremo la performance economica delle imprese lombarde con quella delle MNE presenti nella regione, con l'intento di evidenziare se, e fino a che punto, queste ultime differiscono significativamente dalle imprese a capitale puramente italiano. Inizieremo presentando i risultati di un confronto fra le MNE e l'universo delle imprese lombarde non partecipate dall'estero. Il risultato principale di questa prima parte sarà che i due gruppi di imprese effettivamente differiscono in misura sensibile lungo tutte le dimensioni analizzate: produttività, remunerazioni medie, intensità fattoriale delle tecniche produttive, redditività e struttura finanziaria; con la sola eccezione degli indicatori di redditività, inoltre, le MNE mostrano migliore performance.

* Rosario Crinò - Università Statale di Milano e CESPRI-Università Bocconi

¹ Si veda Howenstine and Zeile (1994) e Doms and Jensen (1998) per i primi studi sugli Stati Uniti. Una rassegna approfondita di questa letteratura si trova in Barba Navaretti, Venables et al. (2004).

² Si veda Benfratello e Sembenelli (2006) per un'applicazione al caso dell'Italia.

Passeremo quindi a valutare quanta parte di questo differenziale rappresenti effettivamente un vantaggio delle MNE sulle imprese nazionali. A tal fine, selezioneremo mediante propensity score estimation un appropriato campione controfattuale, che tenga conto di differenze nella dimensione media e nella distribuzione settoriale dei due gruppi di imprese. I risultati suggeriranno che le MNE continuano a mostrare performance migliore rispetto alle imprese nazionali nel manifatturiero. Al contrario, nei servizi, il vantaggio delle MNE scompare. Questa evidenza suggerisce che, nel terziario, il differenziale a favore delle MNE dipende principalmente dalla diversa distribuzione settoriale, dalla maggiore dimensione media e dalla probabile tendenza ad investire in imprese italiane caratterizzate già da migliore performance.

2. Dati e composizione del campione

L'analisi si basa sui bilanci non consolidati delle imprese con sede amministrativa in Lombardia e con un fatturato non inferiore a 2,5 milioni di euro; la fonte è AIDA (Analisi Informatizzata Delle Aziende). Le informazioni sulla partecipazione estera provengono invece dalla banca dati Reprint. A livello settoriale, il campione copre l'intero comparto manifatturiero e i settori terziari diversi dal commercio all'ingrosso (filiali commerciali) e al dettaglio, dall'intermediazione finanziaria e immobiliare e dalla ristorazione. I bilanci disponibili riguardano il periodo 2000-2005. Il gruppo delle MNE include tutte le imprese partecipate dall'estero a maggioranza lungo l'intero arco temporale di analisi³.

Dai dati originari sono state eliminate le osservazioni non plausibili e gli outliers, identificati in cambiamenti estremi delle singole variabili, non coerenti con gli altri valori di bilancio dell'impresa e con l'andamento temporale passato delle variabili stesse. Il numero finale di imprese nel campione è 13.096; di queste, il 67% è attivo in comparti manifatturieri, mentre il restante 33% opera nel settore dei servizi. La quota di imprese multinazionali è 8,3% (1.089); nell'industria, questa cifra è leggermente inferiore (8,2%), mentre nei servizi è di poco maggiore (8,6%).

A livello settoriale, le MNE sono particolarmente concentrate nel settore della raffinazione petrolifera, nel chimico e nei comparti high-tech, come la produzione di apparecchi di precisione e di telecomunicazione, le macchine per ufficio e le macchine elettriche; le imprese domestiche, invece, restano concentrate nei settori tradizionali. Nei servizi, i settori con maggior concentrazione di MNE sono ricerca e sviluppo, telecomunicazioni, consulenza per installazione di sistemi informatici e servizi alle imprese; le imprese non partecipate si concentrano prevalentemente nelle utilities (energia e acqua), nelle costruzioni e nei trasporti. Simile quadro emerge se si guarda alla distribuzione del fatturato e dell'occupazione.

Nonostante la limitata numerosità rispetto alle imprese nazionali, le MNE rappresentano una quota significativa del fatturato, dell'occupazione e delle immobilizzazioni totali. La quota delle MNE sul fatturato si attesta, infatti, intorno al 30%; sull'occupazione, le MNE pesano per circa il 27%; infine, la quota di MNE sulle immobilizzazioni totali supera il 34% nel manifatturiero, restando però inferiore (9%) nel terziario.

L'aumento del peso delle MNE se valutato in termini di fatturato, occupazione e immobilizzazioni, anziché in termini di numerosità, riflette il fatto che le MNE so-

³ Vengono dunque escluse dal campione le imprese partecipate dopo il 2000 o disinvestite prima del 2005.

no mediamente più grandi delle imprese nazionali. In effetti, la quota delle MNE sul numero di imprese aumenta monotonamente passando a classi dimensionali maggiori: nel manifatturiero (servizi), le MNE rappresentano il 2,3% (3,7%) delle imprese con fatturato fra 2,5 e 5 milioni di euro; questa quota aumenta a 4,5% (6,8%) sul totale di imprese con fatturato fra 5 e 10 milioni, e raggiunge il 16,2% (15,5%) nel gruppo di imprese con oltre 10 milioni di fatturato. Guardando ad altri indicatori dimensionali, come fatturato, valore aggiunto e numero di addetti, si evince che le MNE sono mediamente più grandi di 3-5 volte rispetto alle imprese nazionali.

Questa prima evidenza è in linea con la letteratura esistente: le MNE sono più grandi delle imprese domestiche e tendono a concentrarsi in settori a tecnologia media e alta. Tali aspetti possono influenzare il confronto di performance tra i due gruppi di imprese, se non appropriatamente considerati.

3. Un primo confronto: MNE e universo delle imprese lombarde

Passiamo adesso a confrontare le MNE con l'intero universo delle imprese lombarde, senza cioè tenere conto delle differenze di dimensione e distribuzione settoriale enfatizzate nella sezione precedente. Guarderemo a diversi indicatori di performance: intensità in capitale e in attività intangibili, produttività, integrazione verticale, remunerazioni, redditività e struttura finanziaria.

Per anticipare i risultati, questo primo confronto metterà generalmente in luce un differenziale positivo a favore delle MNE, lungo quasi tutte le dimensioni e in entrambi i settori. L'unica eccezione di particolare rilievo è la redditività, dimensione lungo la quale le imprese lombarde mostreranno migliori risultati.

3.1 Caratteristiche del processo produttivo

3.1.1 Capital and knowledge intensity delle tecniche produttive

La domanda a cui risponderemo in questa sezione è: le MNE utilizzano tecniche produttive più intensive in capitale fisico e di conoscenza? Gli studi esistenti sembrano puntare in questa direzione⁴.

Non disponendo di dati sui nuovi investimenti in capitale, approssimeremo tale grandezza utilizzando gli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali (brevetti e marchi). Normalizzeremo queste grandezze per il numero di addetti e per il fatturato, ottenendo così due proxy dell'intensità in capitale fisico e di conoscenza.

La tabella 1 riporta i nostri quattro indicatori, distinguendoli per tipologia di impresa e per settore. Le principali considerazioni suggerite dall'analisi dell'intensità fattoriale sono due. Primo, il grado di intensità in capitale fisico non differisce significativamente fra i due gruppi di imprese nel manifatturiero. Nei servizi, sono le imprese a capitale italiano a mostrare tecniche più capital-intensive. Una spiegazione di questo risultato apparentemente insolito rispetto agli studi esistenti è che le imprese a capitale nazionale del terziario sono fortemente concentrate in settori ad alta intensità di capitale, come le utilities.

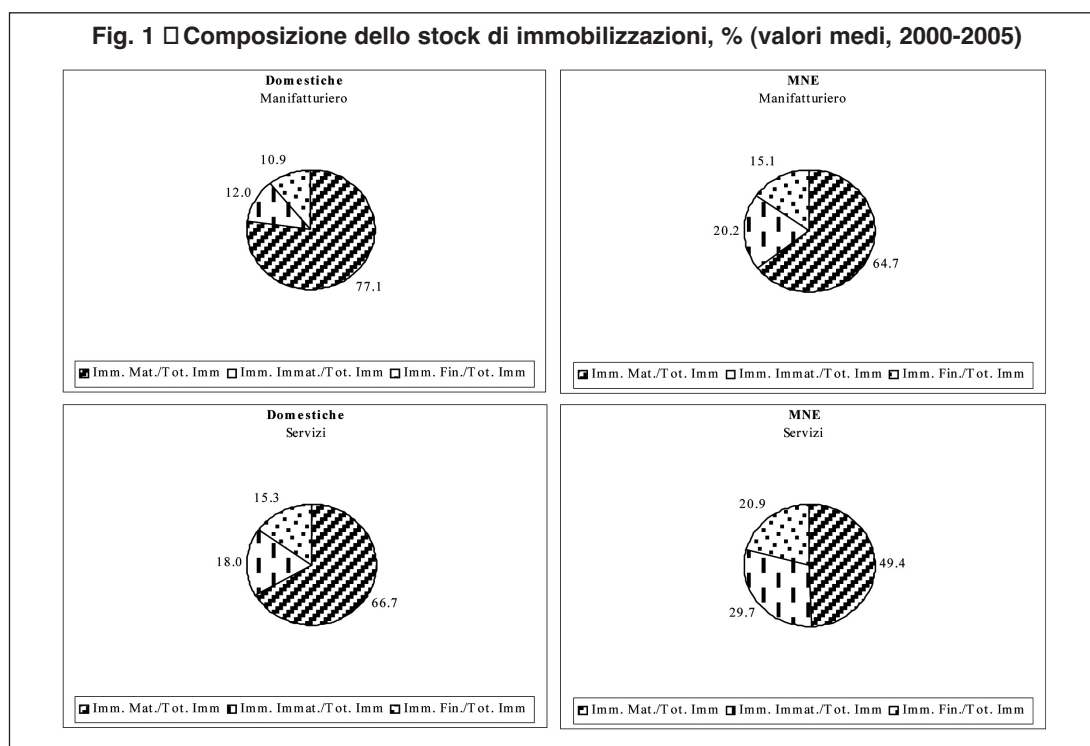
⁴ Si veda Dunning (1977), Markusen (1995) e Caves (1996) per una spiegazione teorica del perché le MNE si caratterizzano generalmente per maggiori stock di asset intangibili. Per risultati empirici sulla maggiore intensità in capitale fisico si veda, tra gli altri, Davies and Lyons (1991), Oulton (1998b) e Criscuolo e Martin (2003).

Secondo, le MNE si caratterizzano per tecniche più intensive in capitale di conoscenza in entrambi i comparti. Ad ulteriore supporto di questa evidenza, la figura 1 mostra che la quota di immobilizzazioni immateriali sullo stock totale è sensibilmente maggiore nelle MNE, sia nel manifatturiero che nei servizi.

Tabella 1 - Confronto con l'universo di imprese lombarde non partecipate
(valori medi, 2000-2005)

Caratteristiche del processo produttivo						
		Ammortamenti immobilizzazioni materiali su fatturato (%)	Ammortamenti immobilizzazioni materiali per addetto (migliaia di euro)	Ammortamenti immobilizzazioni immateriali su fatturato (%)	Ammortamenti immobilizzazioni immateriali per addetto (migliaia di euro)	VA/fatturato (%)
Manifatturiero						
	Media	3,2	7,4	0,7	1,9	29,2
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	3,3	13,8	1,6	11,6	13,9
	<i>Osservazioni</i>	40573	35399	40573	35401	40952
	Media	2,9	7,5	1,2	3,6	27,0
MNE	<i>Dev. Std.</i>	4,5	16,0	2,8	17,5	13,7
	<i>Osservazioni</i>	3737	3538	3737	3540	3572
Servizi						
	Media	2,5	8,0	1,0	3,9	31,3
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	5,9	32,6	4,9	34,0	20,9
	<i>Osservazioni</i>	16416	13124	16415	13124	12741
	Media	1,9	6,1	1,4	3,7	33,2
MNE	<i>Dev. Std.</i>	4,3	38,2	2,6	14,5	21,6
	<i>Osservazioni</i>	1868	1721	1867	1720	1186
Produttività e salari			Redditività (1)			
		Valore aggiunto (migliaia di euro)	Costo del lavoro (migliaia di euro)	Ebit (migliaia di euro)	Ebitda margin (%)	Utili/Fatturato (%)
Manifatturiero						
	Media	60,8	30,8	18,5	11,0	5,1
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	66,1	11,7	52,0	12,4	16,3
	<i>Osservazioni</i>	35987	36379	34510	38075	34071
	Media	70,2	39,5	17,8	8,7	2,5
MNE	<i>Dev. Std.</i>	73,4	20,5	59,3	15,9	11,3
	<i>Osservazioni</i>	3479	3558	3415	3499	3509
Servizi						
	Media	70,5	34,5	19,8	7,8	5,6
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	140,6	21,6	140,6	31,8	17,6
	<i>Osservazioni</i>	10521	13805	9667	11942	13244
	Media	84,4	42,2	15,7	7,7	2,3
MNE	<i>Dev. Std.</i>	120,9	24,3	153,3	24,0	14,7
	<i>Osservazioni</i>	1114	1707	1080	1142	1713
Redditività (2)			Struttura Finanziaria (1)			
		ROS	ROI	ROE	Debt-equity ratio	Indice di indipendenza finanziaria
		(%)	(%)	(%)		(%)
Manifatturiero						
	Media	4,8	6,5	7,6	8,3	25,2
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	6,6	7,3	24,2	30,3	19,3
	<i>Osservazioni</i>	42244	40709	41479	42552	42718
	Media	3,8	5,4	6,9	5,3	28,6
MNE	<i>Dev. Std.</i>	8,7	9,5	32,0	31,3	20,7
	<i>Osservazioni</i>	3757	3524	3575	3824	3840
Servizi						
	Media	4,3	6,4	12,5	20,4	17,5
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	7,0	7,5	30,2	69,0	18,8
	<i>Osservazioni</i>	17958	16964	17628	18491	18625
	Media	3,1	5,6	14,7	9,9	20,3
MNE	<i>Dev. Std.</i>	10,6	10,5	38,8	45,8	20,5
	<i>Osservazioni</i>	1880	1641	1682	1926	1936

Struttura Finanziaria (2)		Debiti a breve/ Debiti totali	Debiti verso le banche/ Debiti totali	Onerosità dell'indebitamento	Current Ratio	Indice di liquidità
		(%)	(%)	(%)		
Manifatturiero						
	Media	88,3	20,0	39,4	1,5	1,0
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	15,6	23,2	49,0	5,4	0,7
	<i>Osservazioni</i>	41462	42653	36444	35641	42712
	Media	90,4	12,6	37,9	1,6	1,2
MNE	<i>Dev. Std.</i>	18,2	19,4	55,1	1,2	0,9
	<i>Osservazioni</i>	3809	3838	2480	3267	3837
Servizi						
	Media	90,8	12,0	33,6	1,6	1,0
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	17,2	20,0	44,4	11,2	0,7
	<i>Osservazioni</i>	18122	18643	15331	11495	18627
	Media	95,1	6,7	24,6	1,5	1,3
MNE	<i>Dev. Std.</i>	14,7	14,7	47,2	1,5	0,9
	<i>Osservazioni</i>	1917	1937	1229	1010	1938



3.1.2 Integrazione verticale e outsourcing

Una seconda importante caratteristica del processo produttivo di un'impresa riguarda il grado di integrazione verticale, cioè il numero di fasi del processo svolte all'interno dei confini dell'impresa stessa. Le scelte disponibili sono potenzialmente infinite, e il grado di integrazione verticale oscilla dalla completa integrazione – caso in cui le imprese svolgono al proprio interno tutte le fasi del processo –, alla completa esternalizzazione delle fasi intermedie – caso in cui le imprese ricorrono ad una vasta rete di fornitori esterni per l'approvvigionamento dei beni intermedi, mantenendo al proprio interno solo la fase di assemblaggio. La scelta di un'impresa di delegare a controparti esterne lo svolgimento di alcune fasi del processo prende il nome di outsourcing. Possiamo quindi dire che, in generale, integrazione verticale e outsourcing rappresentano due facce della stessa me-

daglia: maggiore il grado di integrazione verticale, minore il ricorso all'outsourcing⁵.

Una misura del grado di integrazione verticale può essere costruita utilizzando il rapporto tra valore aggiunto e fatturato: maggiore questo rapporto, maggiore il valore aggiunto generato internamente alle imprese per unità di fatturato, maggiore il grado di integrazione verticale.

La tabella 1 mostra che, seppur con differenze modeste, le MNE sono meno integrate verticalmente rispetto alle imprese nazionali nel manifatturiero. Le differenze sono ancora più limitate nei servizi, dove il nostro indicatore di integrazione verticale è leggermente superiore per le MNE.

3.2 Produttività e salari

Passiamo adesso ad analizzare se, accanto alle differenze tecnologiche appena descritte, i due gruppi di imprese differiscono anche in termini di produttività e di remunerazioni medie. La maggiore dimensione, l'utilizzo di tecniche più knowledge-intensive e il minore grado di integrazione verticale potrebbero associarsi ad una maggiore produttività nelle MNE, come del resto enfatizzato dagli studi esistenti. Una maggiore dimensione, infatti, consente un maggiore sfruttamento delle economie di scala. L'utilizzo di tecniche produttive più intensive in capitale (soprattutto in capitale di conoscenza) aumenta la produttività del fattore lavoro e si accompagna, generalmente, all'utilizzo di forza lavoro più qualificata. Una minore integrazione verticale (con conseguente possibile maggiore ricorso all'outsourcing) consente di sfruttare i vantaggi della specializzazione, concentrandosi sulle fasi del processo che l'impresa svolge in modo più efficiente. La maggior produttività, a sua volta, potrebbe associarsi a salari più alti, che i lavoratori ricevono appunto come premium per la maggiore produttività.

Alla luce dei risultati delle sezioni precedenti, è dunque ragionevole aspettarsi che le MNE lombarde si caratterizzino per una maggior produttività e per salari mediamente più alti rispetto alle imprese non partecipate. Per verificarlo, utilizzeremo due indicatori: il valore aggiunto per addetto e il costo del lavoro per addetto. Nessuno dei due indicatori fornisce una misura precisa dei due fenomeni: il valore aggiunto per addetto è infatti solo una proxy della produttività, perché non tiene conto dell'intensità di utilizzo di fattori diversi dal lavoro; il costo del lavoro per addetto è solo una proxy della retribuzione media, perché include costi aggiuntivi rispetto al salario effettivamente percepito dal lavoratore.

Nonostante ciò, la tabella 1 mostra effettivamente che, in entrambi i settori, le MNE lombarde si caratterizzano per una maggiore produttività del lavoro e per un maggiore costo del lavoro per addetto.

Questo risultato è in linea con quelli di numerosi studi precedenti: se non si tiene conto di differenze dimensionali e di distribuzione settoriale, le MNE risultano chiaramente più produttive e pagano salari più alti⁶.

3.3 Reddittività

Passiamo adesso ad analizzare se le MNE mostrano anche significativi differenziali di reddittività rispetto alle imprese non partecipate. Con il termine reddittività

⁵ È opportuno tuttavia tenere conto del fatto che le imprese di alcuni settori potrebbero mostrare una maggiore (minore) integrazione verticale per motivi tecnologici, pur senza fare minore (maggiore) ricorso a strategie di outsourcing.

⁶ Si veda, tra gli altri, Oulton (1998a), Griffith (1999), Pfaffermayr e Bellak (2000), Girma et al. (2001), Griffith and Simpson (2001), Harris (2001), Conyon et al. (2002), Harris and Robinson (2003)

faremo riferimento alla capacità dell'impresa di remunerare il capitale e generare valore per gli azionisti.

Da una parte, la maggiore produttività delle MNE potrebbe implicare un utilizzo più efficiente dei fattori produttivi e tradursi in maggiore redditività. Dall'altra, la possibilità di far ricorso a prezzi di trasferimento per trasferire parte degli utili in località a minore pressione fiscale potrebbe far sì che la redditività osservata delle MNE sia minore di quella delle imprese non partecipate.

Utilizzeremo diversi indicatori. Misureremo la redditività della gestione caratteristica dell'impresa mediante l'EBITDA margin – definito come margine operativo lordo in percentuale del fatturato – e l'EBIT per addetto – ottenuto sottraendo gli ammortamenti totali dall'EBITDA e esprimendo la quantità risultante in rapporto al numero di addetti. Useremo il rapporto utili/fatturato per misurare la profittabilità generata dai ricavi delle vendite, cioè in che percentuale i ricavi si traducono in utili e quindi in valore per gli azionisti. Infine, mostreremo i valori dei tradizionali indici di redditività: ROS (rapporto tra risultato operativo e fatturato), ROI (rapporto tra risultato operativo e attivo totale) e ROE (rapporto tra utile e patrimonio netto).

La tabella 1 mostra che, a dispetto della maggiore produttività, le MNE lombarde si caratterizzano per una minore redditività rispetto alle imprese nazionali. Con la sola eccezione del ROE nei servizi, infatti, le MNE mostrano valori inferiori di tutti gli indicatori utilizzati. I maggiori valori di EBITDA margin e EBIT per addetto nelle imprese nazionali suggeriscono che la gestione caratteristica di queste ultime genera maggiore valore per gli azionisti rispetto a quella delle MNE. Questo risultato trova ulteriore conferma nell'analisi del rapporto utili /fatturato e, soprattutto, in quella del ROS. Il ROS è infatti calcolato come rapporto fra risultato operativo e fatturato; poiché il risultato operativo esclude tutti gli oneri e proventi finanziari, tributari e straordinari (che rientrano invece nella definizione dell'utile netto), il ROS fornisce un'indicazione più precisa della capacità dell'impresa di generare valore attraverso le sue attività "core". La tabella mostra che le MNE hanno valori del ROS inferiori di circa 1 punto percentuale rispetto alle imprese non partecipate in entrambi i settori. Simili differenze si notano nel caso del ROI, ancora una volta in entrambi i settori. Infine, i maggiori valori del ROE nelle MNE dei servizi sembrano essere spiegabili alla luce di una più efficiente gestione finanziaria, e non di una più efficiente gestione caratteristica: tutti gli indicatori che misurano la redditività di quest'ultima, infatti, continuano ad essere superiori nelle imprese nazionali⁷.

3.4 Struttura finanziaria

Concludiamo il nostro confronto fra MNE e universo delle imprese lombarde non partecipate analizzando la struttura finanziaria dei due gruppi di imprese.

Ci chiederemo innanzitutto se, e in che misura, le due tipologie differiscano in termini di composizione degli strumenti di finanziamento utilizzati. In particolare, cercheremo di capire qual è il peso relativo dei mezzi di terzi (debito) come forma di finanziamento delle MNE lombarde rispetto alle loro controparti a capitale italiano.

Analizzeremo poi se esistono significative differenze nella struttura del debito fra i due gruppi di imprese. L'obiettivo sarà valutare l'importanza relativa di debiti a breve termine, debiti verso le banche e oneri finanziari.

⁷ Il ROE è calcolato come rapporto tra utile (perdita) d'esercizio e patrimonio netto. Per questo, esso tiene conto non solo del risultato della gestione caratteristica, ma anche dei proventi (oneri) di varia natura; inoltre, la presenza del patrimonio netto (e non dell'attivo totale) al denominatore fa del ROE un indicatore della capacità di remunerazione del solo capitale dei soci, e non anche di quello di terzi.

Per ultimo, rivolgeremo la nostra attenzione alla struttura dell'attivo, cioè in quale grado esso fa fronte all'esposizione verso terzi, soprattutto nel breve periodo.

Iniziamo dalla composizione degli strumenti di finanziamento. Confronteremo i due gruppi di imprese utilizzando due indicatori: debt-equity ratio, costruito rapportando i debiti netti finanziari al patrimonio netto dell'impresa; indice di indipendenza finanziaria, ottenuto dividendo il patrimonio netto per l'attivo totale. Non sorprendentemente, la tabella 1 mostra un grado di indipendenza finanziaria maggiore per le MNE: queste ultime dipendono meno dai mezzi di terzi per il finanziamento delle loro attività. Ciò vale sia nel manifatturiero che nei servizi. È in quest'ultimo comparto, però, che si osservano le differenze maggiori: ad esempio, le MNE mostrano un debt-equity ratio pari a 9,9, contro 20,4 nelle imprese nazionali; l'indice di indipendenza finanziaria è pari a 20,3% nelle MNE contro 17,5% nelle imprese a capitale italiano. Nel manifatturiero le differenze fra i due gruppi di imprese sono più contenute: le imprese nazionali hanno in media un debt-equity ratio pari a 8,3, contro 5,3 per le MNE, e un indice di indipendenza finanziaria pari al 25,2% contro il 28,6% delle MNE⁸.

Passiamo ora alla struttura e all'onerosità del debito. La tabella 1 mostra un maggiore peso relativo dei debiti a breve nelle MNE. Probabilmente, questo risultato dipende dal fatto che le MNE possono sfruttare maggiori volumi di mezzi propri per il finanziamento di investimenti di lungo periodo (mediamente più rischiosi) e ricorrere al debito per il finanziamento degli investimenti di breve termine. In secondo luogo, le MNE dipendono molto meno dal prestito bancario rispetto alle controparti a capitale italiano: il minor valore del rapporto debiti verso le banche / debiti totali suggerisce dunque che le MNE fanno maggiore uso di forme di finanziamento diverse, quale l'emissione di obbligazioni e i prestiti della casa madre, che secondo le definizioni contenute nel Manuale della bilancia dei pagamenti del FMI sono contabilizzati come investimento diretto estero. Infine, esiste chiara evidenza di una minore onerosità dell'indebitamento nel caso delle MNE.

Veniamo adesso ad analizzare la struttura dell'attivo. L'obiettivo è capire in quale dei due gruppi quest'ultima garantisce un maggiore equilibrio finanziario, dato il peso e la composizione dei finanziamenti. Gli indicatori che utilizzeremo sono il current ratio e l'indice di liquidità. Il primo è ottenuto come rapporto fra le attività correnti (disponibilità liquide, crediti a breve termine e rimanenze) e i debiti a breve termine; valori del rapporto maggiori di 1 indicano che le attività correnti sono sufficienti a coprire i debiti di breve periodo. La presenza delle rimanenze al numeratore dell'indice fa però di quest'ultimo una misura poco prudentiale della solidità finanziaria dell'impresa: non sempre, infatti, le rimanenze possono essere trasformate in liquidità in archi temporali ristretti. Useremo dunque l'indice di liquidità per tenere conto di questo aspetto; l'indice di liquidità è una misura altamente prudentiale, in quanto ottenuta dal rapporto tra disponibilità liquide più crediti a breve e debiti totali.

La tabella 1 mostra che le MNE presentano una situazione finanziaria più solida rispetto alle imprese nazionali in entrambi i settori⁹. La differenza fra i due grup-

⁸ Per facilitare la lettura dei risultati, si ricorda che maggiori valori del debt-equity ratio indicano una maggiore esposizione verso terzi; al contrario, maggiori valori dell'indice di indipendenza finanziaria indicano una minore esposizione.

⁹ La sola eccezione è il valore del current ratio moderatamente superiore nelle imprese a capitale italiano del terziario.

più di imprese è particolarmente evidente nel caso dell'indice di liquidità, la nostra misura più prudentiale. È opportuno tuttavia notare che nessuno degli indicatori suggerisce particolari squilibri nelle imprese nazionali: in tutti i casi, infatti, queste ultime mostrano valori degli indici prossimi o superiori all'unità, che rappresenta la soglia di equilibrio.

4. Campione controfattuale

In questa sezione, ripeteremo il confronto fra MNE e imprese non partecipate, selezionando fra queste ultime quelle che, sulla base di una serie di caratteristiche osservabili, sono il più possibilmente "simili" alle MNE. In questo modo, terremo conto dei due problemi emersi in precedenza: 1) le MNE sono mediamente più grandi e caratterizzate da una differente distribuzione settoriale; 2) le MNE possono scegliere di partecipare le imprese italiane "migliori".

Interpreteremo i risultati del nuovo confronto nel modo seguente: se le MNE continuano a mostrare un differenziale positivo di performance, la partecipazione estera si assocerà effettivamente ad una superiore performance. In caso contrario, il differenziale emerso in precedenza è attribuibile alla combinazione dei fattori citati sopra: differente dimensione e differente distribuzione settoriale, anche dovuta al cherry-picking nei casi in cui la MNE è entrata tramite acquisizione del controllo su un'impresa nazionale.

La selezione del campione controfattuale è stata effettuata attraverso tecniche di propensity score matching¹⁰. Abbiamo usato un indicatore di dimensione (logaritmo del fatturato) e l'insieme di dummy settoriali Ateco a 3 cifre, per stimare la propensity score. Quindi, abbiamo utilizzato il metodo del nearest-neighbor, per selezionare le imprese domestiche con il valore della propensity score più vicino a quello delle MNE.

Il campione controfattuale si compone di 1.086 imprese; di queste, 699 operano nel manifatturiero e 387 nei servizi. Le proprietà statistiche del campione sono state verificate con opportuni test. In media, le imprese dei due gruppi non differiscono più significativamente per dimensioni¹¹; si osserva una riduzione del bias del 98,2% rispetto al campione completo e il Pseudo-R² scende da 0,11 a valori virtualmente uguali a zero. Inoltre, le imprese dei due gruppi si distribuiscono uniformemente nei differenti settori.

Sintetizziamo adesso i principali risultati del confronto sul campione controfattuale. Per facilitare l'esposizione, seguiremo lo stesso ordine della sezione precedente.

4.1 Capital e knowledge intensity delle tecniche produttive e integrazione verticale

Nella sezione 3.1.1, abbiamo sottolineato che le MNE lombarde mostrano tecniche più intensive in capitale di conoscenza sia nel manifatturiero che nei servizi, mentre le imprese non partecipate adottano processi più intensivi in capitale fisico nei servizi.

¹⁰ Una descrizione dettagliata della metodologia si trova, tra gli altri, in Rosebaum (1984), Rosebaum e Rubin (1983, 1985), Imbens e Angrist (1994), Heckman (1992, 1997) e Wooldridge (2002)

¹¹ La statistica T per la differenza nella media del fatturato è uguale a 0,32. Anche il confronto degli altri indicatori dimensionali (numero di addetti, valore aggiunto, costi della produzione) suggerisce che la differenza fra le MNE e le imprese non partecipate è stata quasi completamente eliminata: mediamente, le MNE risultano adesso più grandi del 20%, mentre prima erano più grandi di 3-5 volte.

La tabella 2 mostra ora una forte riduzione del differenziale fra i due gruppi di imprese. Il confronto dei quattro indicatori produce comunque risultati diversi nei due settori. Nei servizi, le imprese nazionali mostrano adesso valori maggiori di tutti gli indici. Il vantaggio iniziale delle MNE in termini di intensità delle tecniche in capitale di conoscenza potrebbe dunque dipendere dalla diversa distribuzione settoriale rispetto alle imprese nazionali, o nascondere una certa tendenza al cherry-picking.

Al contrario, nel manifatturiero, le MNE continuano a mostrare tecniche più intensive in capitale di conoscenza, il che suggerisce che il risultato trovato in precedenza sul campione completo nasconde invero un vantaggio delle imprese estere sulle imprese nazionali.

La seconda caratteristica del processo produttivo esaminata in precedenza è il grado di integrazione verticale. Abbiamo evidenziato che le MNE sono meno verticalmente integrate nel manifatturiero, ma (moderatamente) più integrate nei servizi. I risultati del confronto sul campione controfattuale riportati nella tabella 2 sono qualitativamente simili: le MNE continuano ad apparire meno verticalmente integrate nel manifatturiero, ma più integrate nei servizi.

Tabella 2 - Confronto con il campione controfattuale (valori medi, 2000-2005)

Caratteristiche del processo produttivo						
		Ammortamenti immobilizzazioni materiali su fatturato (%)	Ammortamenti immobilizzazioni materiali per addetto (migliaia di euro)	Ammortamenti immobilizzazioni immateriali su fatturato (%)	Ammortamenti immobilizzazioni immateriali per addetto (migliaia di euro)	VA/fatturato (%)
Manifatturiero						
	Media	9,0	3,5	0,9	2,8	27,4
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	11,0	3,7	1,9	9,4	17,0
	<i>Osservazioni</i>	3347	3589	3589	3348	3660
	Media	7,5	2,9	1,2	3,6	27,0
MNE	<i>Dev. Std.</i>	16,0	4,5	2,8	17,5	24,0
	<i>Osservazioni</i>	3438	3737	3737	3540	3685
Servizi						
	Media	7,5	2,6	2,0	7,0	30,6
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	24,9	10,4	7,2	60,0	52,6
	<i>Osservazioni</i>	1518	1744	1744	1519	1334
	Media	6,1	1,9	1,4	3,7	33,2
MNE	<i>Dev. Std.</i>	38,2	4,3	2,6	14,5	12,4
	<i>Osservazioni</i>	1721	1868	1867	1720	1238
Produttività e salari			Redditività (1)			
		Valore aggiunto per addetto (migliaia di euro)	Costo del lavoro per addetto (migliaia di euro)	Ebit per addetto (migliaia di euro)	Ebitda margin (%)	Utiii/Fatturato (%)
Manifatturiero						
	Media	69,9	34,4	21,6	10,6	5,2
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	72,0	12,8	56,0	14,7	15,3
	<i>Osservazioni</i>	3388	3415	3277	3459	3026
	Media	70,2	39,5	17,8	8,7	2,5
MNE	<i>Dev. Std.</i>	73,4	20,5	59,3	15,9	11,3
	<i>Osservazioni</i>	3479	3558	3415	3499	3509
Servizi						
	Media	90,5	39,1	30,5	9,1	5,5
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	150,7	36,5	174,3	35,1	17,7
	<i>Osservazioni</i>	1135	1540	1091	1190	1361
	Media	84,4	42,2	15,7	7,7	2,3
MNE	<i>Dev. Std.</i>	120,9	24,3	153,3	24,0	14,7
	<i>Osservazioni</i>	1114	1707	1080	1142	1713

Redditività (2)		Struttura Finanziaria (1)				
		ROS	ROI	ROE	Debt-equity ratio	Indice di indipendenza finanziaria
		(%)	(%)	(%)		(%)
Manifatturiero						
	Media	5,2	6,6	7,8	6,3	28,4
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	7,1	7,2	21,7	30,3	19,9
	<i>Osservazioni</i>	3688	3590	3642	3718	3732
	Media	3,8	5,4	6,9	5,3	28,6
MNE	<i>Dev. Std.</i>	8,7	9,5	32,0	31,3	20,7
	<i>Osservazioni</i>	3757	3524	3575	3824	3840
Servizi						
	Media	3,7	6,2	11,4	15,1	21,5
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	7,8	8,2	32,0	63,1	20,9
	<i>Osservazioni</i>	1755	1693	1773	1848	1871
	Media	3,1	5,6	14,7	9,9	20,3
MNE	<i>Dev. Std.</i>	10,6	10,5	38,8	45,8	20,5
	<i>Osservazioni</i>	1880	1641	1682	1926	1936
Struttura Finanziaria (2)						
		ROS	ROI	ROE	Debt-equity ratio	Indice di indipendenza finanziaria
		(%)	(%)	(%)		(%)
Manifatturiero						
	Media	86,5	24,7	40,7	1,5	1,0
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	16,0	23,4	51,2	0,8	0,7
	<i>Osservazioni</i>	3673	3726	3190	3280	3737
	Media	90,4	12,6	37,9	1,6	1,2
MNE	<i>Dev. Std.</i>	18,2	19,4	55,1	1,2	0,9
	<i>Osservazioni</i>	3809	3838	2480	3267	3837
Servizi						
	Media	92,3	15,9	31,5	1,4	1,2
Domestiche	<i>Dev. Std.</i>	15,5	21,8	46,9	2,9	0,9
	<i>Osservazioni</i>	1845	1866	1477	1083	1864
	Media	95,1	6,7	24,6	1,5	1,3
MNE	<i>Dev. Std.</i>	14,7	14,7	47,2	1,5	0,9
	<i>Osservazioni</i>	1917	1937	1229	1010	1938

4.2 Produttività e salari

Nella sezione 3.2 abbiamo messo in evidenza che le MNE sono mediamente più produttive delle imprese lombarde non partecipate, e pagano salari più alti.

Il confronto sul campione controfattuale rivela che il vantaggio delle MNE persiste nel manifatturiero, lungo entrambe le dimensioni, benché le differenze fra i due gruppi si riducano sensibilmente: le MNE continuano a mostrare maggiori valori sia dell'indice di produttività che, soprattutto, del costo del lavoro per addetto.

Al contrario, nei servizi, il differenziale di produttività a favore delle MNE scompare del tutto. Continua invece a rimanere evidenza di un vantaggio in termini di salari medi; ciò potrebbe suggerire che le MNE impiegano forza lavoro mediamente più qualificata rispetto alle imprese nazionali.

Sembra dunque che la partecipazione estera si associ effettivamente a maggiore produttività e a salari medi più alti nell'industria; nei servizi, il vantaggio di produttività delle MNE sembra invece dipendere dalla maggiore dimensione media e dalla diversa distribuzione settoriale, e potrebbe anche suggerire una tendenza delle imprese estere a partecipare imprese lombarde di per sé più produttive rispetto alla media del settore.

4.3 Redditività

L'unica dimensione lungo la quale le imprese nazionali hanno mostrato una performance significativamente migliore rispetto alle MNE è la redditività.

I risultati dell'analisi sul campione controfattuale confermano questa evidenza. In entrambi i settori e indipendentemente dall'indicatore utilizzato, le MNE mostrano

minore redditività rispetto alle imprese lombarde non partecipate¹². Inoltre, le differenze nei valori dei diversi indici generalmente aumentano rispetto all'analisi sull'intero campione.

Questi risultati suggeriscono che la minore redditività delle MNE potrebbe essere una caratteristica strettamente legata alla natura multinazionale di queste imprese. Una spiegazione, come già detto, può essere cercata nella possibilità delle MNE di ricorrere a prezzi di trasferimento, tecnica largamente usata per ridurre il prelievo tributario sugli utili afferenti alle affiliate localizzate nei paesi caratterizzati da fiscalità relativamente elevata. Esistono comunque anche altre spiegazioni. Le MNE potrebbero essere più esposte alla concorrenza internazionale, e dunque costrette a limitare i margini di profitto unitario rispetto alle imprese domestiche. Inoltre, le MNE potrebbero essere più esposte alle oscillazioni del prezzo delle materie prime, specie se l'approvvigionamento avviene prevalentemente sui mercati internazionali.

Altri risultati non riportati in questa sede suggeriscono ulteriormente che la minore redditività potrebbe essere una caratteristica strettamente legata alla natura multinazionale delle imprese presenti in Lombardia: confrontando le imprese puramente domestiche con il sottoinsieme delle imprese italiane divenute multinazionali MNE italiane (imprese italiane multinazionali), si nota infatti che queste ultime presentano una minore redditività.

4.4 Struttura finanziaria

Una delle dimensioni lungo cui l'esistenza di un differenziale positivo a favore delle MNE è risultata più evidente è la struttura finanziaria: sia in termini di composizione dei finanziamenti, che di equilibrio finanziario, infatti, le MNE hanno mostrato una migliore performance rispetto alle imprese a capitale italiano.

Il confronto sul campione controfattuale suggerisce che queste caratteristiche non dipendono né dalla diversa distribuzione settoriale, né dalla maggiore dimensione media delle MNE, né da una tendenza al cherry picking di imprese italiane con una struttura finanziaria più equilibrata. Il differenziale positivo appare una caratteristica propria delle MNE. Questo vale, generalmente, sia nel manifatturiero che nei servizi.

Partiamo dalla composizione dei finanziamenti. La tabella 2 mostra valori del debt-equity ratio inferiori nelle MNE di entrambi i settori. Benché le differenze si riducano rispetto all'analisi sull'intero campione, le MNE continuano ad apparire meno esposte al finanziamento tramite debito. L'indice di indipendenza finanziaria conferma questa evidenza, almeno nel manifatturiero; nei servizi, l'indice risulta invece moderatamente più alto nelle imprese nazionali.

Passando alla composizione e onerosità dell'indebitamento, la tabella 2 mostra che, anche dopo aver controllato per la diversa dimensione media e la diversa distribuzione settoriale, le MNE appaiono caratterizzate da un maggior peso dei debiti a breve e da un minore peso dei debiti verso le banche, oltre che da una minore onerosità dell'indebitamento. Si nota una certa diminuzione del differenziale fra i due gruppi di imprese nel peso dei debiti a breve sul totale delle obbligazioni, mentre nel caso degli altri due indicatori non si riscontra alcuna evidente riduzione del divario.

Infine, le MNE continuano a mostrare una struttura finanziaria più equilibrata

¹² Ancora una volta, l'unica eccezione è rappresentata dal ROE nei servizi. I maggiori valori di questo indice per le MNE sembrano suggerire una più efficiente gestione finanziaria in questo gruppo di imprese.

rispetto alle imprese non partecipate. Il current ratio e l'indice di liquidità riportati nella tabella 2 sono maggiori per le MNE in entrambi i settori. Si nota solo una moderata riduzione nel differenziale tra le due tipologie di impresa, riduzione che tuttavia non modifica le conclusioni ottenute dal confronto con l'intero universo di imprese non partecipate.

5. Conclusioni

In questo lavoro abbiamo confrontato le MNE estere con sede amministrativa in Lombardia con le imprese lombarde non partecipate. Abbiamo esaminato diverse dimensioni di performance economica: caratteristiche del processo produttivo, produttività e remunerazioni medie, struttura finanziaria e redditività.

Abbiamo evidenziato la presenza di differenziali di performance fra i due gruppi di imprese, generalmente a favore delle MNE. Tuttavia, abbiamo anche sottolineato che queste imprese differiscono sistematicamente dalle imprese non partecipate per almeno due caratteristiche, che possono influenzare indipendentemente la performance economica: dimensione media e distribuzione settoriale.

Controllando per questi fattori attraverso la selezione di un opportuno campione controfattuale, le differenze si assottigliano notevolmente. Tuttavia, almeno nel manifatturiero, rimane evidenza di un vantaggio delle MNE in termini di produttività, remunerazioni medie, intensità in capitale di conoscenza e equilibrio finanziario. Ciò implica che la partecipazione estera è effettivamente associata ad una maggiore performance media nel comparto industriale lombardo.

Le conclusioni cambiano se si guarda ai servizi. In questo caso, i differenziali a favore delle MNE scompaiono dopo aver controllato per le sopra citate caratteristiche, con l'unica eccezione delle variabili finanziarie. Pertanto, è possibile che siano differenze sistematiche in altri fattori a determinare le differenze fra i due gruppi di imprese, e non la partecipazione estera. Inoltre, è possibile che le MNE dei servizi scelgano di investire in imprese italiane che sono di per sé caratterizzate da migliore performance.

Complessivamente si trae l'impressione, confermata anche da altre ricerche sul campo¹³, che la presenza di imprese a controllo estero del capitale tenda a generare benefici effetti di spillover sulla qualità dell'occupazione e sulla cultura manageriale (efficienza nell'uso dei fattori e degli input intermedi, rapporti clienti-fornitori, penetrazione di mercati esteri ecc.), con riflessi positivi sul tessuto produttivo della regione e del paese. Non è da escludere che fra tali spillovers vi sia anche un qualche effetto di spinta verso una maggior proiezione multinazionale delle stesse imprese italiane.

¹³ Si veda la recente ricerca condotta per la CCIA di Milano, in Onida (2007). Dal capitolo di R. Crinò contenuto in questa ricerca è tratto il presente contributo.

Riferimenti bibliografici

Almeida, R., 2007, "The Labor Market Effects of Foreign Owned Firms", *Journal of International Economics*, 72, pp. 75-96

Benfratello, L. e A. Sembenelli, 2006, "Foreign Ownership and Productivity: Is the Direction of Causality so Obvious?", *International Journal of Industrial Organization*, 24, pp. 733-751

Barba Navaretti G., A. Venables et al., 2004, "Multinational Firms in the World Economy", Princeton University Press: Princeton e Londra

Caves, R., 1996, "Multinational Enterprise and Economic Analysis", Cambridge University Press

Canyon, M., S. Girma e P. Wright, 2002, "The Impact of Foreign Acquisition on Wages and Productivity in the UK", Centre for Economic Research on Globalisation and Labour Markets Research Paper 99/8

Criscuolo, C. e R. Martin, 2003, "Multinationals, Foreign Ownership and Productivity in UK Businesses", Royal Economic Society, 2003, 50

Davies, S. W. e B. R. Lyons, 1991, "Characterizing Relative Performance: The Productivity Advantage of Foreign Owned Firms in the U.K.", *Oxford Economic Papers*, 43, pp. 584-595

Doms, M. E., e J. B. Jensen, 1998, 'Comparing Wages, Skills, and Productivity between Domestically and Foreign Owned Manufacturing Establishments in the United States', in *Geography and Ownership as Bases for Economic Accounting*, R. Baldwin, R. Lipsey, e J. D. Richardson (a cura di), Chicago Press

Dunning, J. H., 1977, "Trade, Location of Economic Activity and MNE: A Search for an Eclectic Approach", in *The International Location of Economic Activity*, B. Ohlin, P.O. Hesselborn e P.M. Wijkman (a cura di), McMillan, Londra, pp. 395-418

Girma, S., D. Greenaway e K. Wakelin, 2001, "Who Benefits from Foreign Direct Investment in the UK", *Scottish Journal of Political Economy*, 48(2), pp. 119-133

Griffith R., 1999, "Using the ARD Establishment Level Data to Look at Foreign Ownership and Productivity in the United Kingdom", *Economic Journal*, 109 (giugno)

Griffith R. e H. Simpson, 2001, "Characteristics of Foreign-Owned Firms in British Manufacturing", The Institute for Fiscal Studies, WP01/10

Harris, R., 2001, 'Foreign Ownership and Productivity in the United Kingdom: Some Issues When Using the ARD Establishment Level Data', *Scottish Journal of Political Economy*, 49, pp. 318-335.

Harris, R. e C. Robinson, 2003, "Foreign Ownership and Productivity in the United Kingdom Estimates for U.K. Manufacturing Using the ARD", *Review of Industrial Organization*, 22, pp. 207-223

Heckman, J.J., 1992, "Randomization and Social Program Evaluation", in *Evaluating Welfare and Training Programs*, C.F. Manski e I. Garfinkel (a cura di), Cambridge, MA.: Harvard University Press, pp. 201-230

Heckman, J.J., 1997, "Instrumental Variables: A Study of Implicit Behavioral Assumptions Used in Making Program Evaluations", *Journal of Human Resources*, 32, pp. 441-462

Howenstine, N. e W. Zeile, 1994, "Characteristics of Foreign-Owned U.S. Manufacturing Establishments", *Survey of Current Business*, 74, pp. 34-59

Imbens, G. W. e J. D. Angrist, 1994, "Identification and Estimation of Local Average Treatment Effects", *Econometrica*, 62(2), pp. 467-475

Markusen J. R., 1995, "The Boundaries of Multinational Enterprises and the Theory of Trade", *Journal of Economic Perspectives*, pp. 169-189

Onida, F. a cura di, (2007), “ *Le multinazionali estere in Lombardia e in Italia: impatto sullo sviluppo, opportunità, tendenze e prospettive*”, CESPRI-Università Bocconi per la CCIA di Milano

Oulton, N., 1998a, “*Labour Productivity and Foreign Ownership in the UK*”, NIESR Discussion Paper 143

Oulton, N., 1998b, “*Investment, Capital and Foreign Ownership in UK Manufacturing*”, NIESR Discussion Paper 141

Pfaffermayr, M. e C. Bellak, 2000, “*Why Foreign-Owned Firms are Different: A Conceptual Framework and Empirical Evidence for Austria*”, HWWA DISCUSSION PAPER 115

Rosenbaum, P. R., 1984, “*The Consequences of Adjustment for a Concomitant Variable That Has Been Affected by the Treatment*,” *Journal of the Royal Statistical Society, Series A*, 1984, 147 (5), pp. 656-666

Rosenbaum, P. R. e D. B. Rubin, 1983, “*Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects*,” *Biometrika*, 1 (70), pp. 41-55

Rosenbaum, P. R. e D. B. Rubin, 1985, “*Constructing a Control Group Using Multivariate Matched Sampling Methods That Incorporate the Propensity Score*,” *The American Statistician*, 39 (1), pp. 33-38

Wooldridge J. M., 2002, “*Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data*”, The MIT Press, Cambridge and Londra