

Giulio Greco

**LE POLITICHE
DI BILANCIO AZIENDALI**

**Metodi di ricerca e
analisi delle determinanti**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Giulio Greco

**LE POLITICHE
DI BILANCIO AZIENDALI**

**Metodi di ricerca e
analisi delle determinanti**

FrancoAngeli

Copyright © 2015 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

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

INDICE

Prefazione	pag.	7
1. Introduzione e inquadramento teorico	»	9
1.1. Politiche di bilancio e <i>earnings quality</i>	»	9
1.2. Determinanti dell' <i>earnings quality</i>	»	12
1.3. Le conseguenze dell' <i>earnings quality</i>	»	16
2. Analisi della letteratura	»	19
2.1. Gli assetti proprietari e l' <i>earnings quality</i>	»	19
2.1.1. La proprietà manageriale	»	19
2.1.2. La proprietà di investitori istituzionali	»	22
2.1.3. La proprietà statale	»	24
2.1.4. La proprietà familiare	»	25
2.2. La <i>corporate governance</i> e l' <i>earnings quality</i>	»	28
3. Metodi di misurazione dell'<i>earnings quality</i>	»	34
3.1. Aspetti introduttivi	»	34
3.2. Una tassonomia dei metodi di misurazione	»	36
3.3. I metodi di misurazione dell' <i>earnings quality</i> basati sulle relazioni tra reddito, <i>accruals</i> e flussi di cassa	»	38
3.4. <i>Reporting incentives</i> e <i>earnings quality</i>	»	46
3.5. Il <i>real earnings management</i>		48
4. Proprietà pubblica e <i>earnings quality</i> nel settore delle <i>utilities</i> europeo	»	50
4.1. Introduzione	»	50
4.2. Analisi della letteratura e sviluppo delle ipotesi	»	51
4.3. Metodologia della ricerca	»	58

4.4. Risultati empirici	pag.	60
4.5. Discussione dei risultati e conclusioni	»	63
5. I reporting incentives nella svalutazione dei long-lived assets nelle aziende familiari	»	65
5.1. Introduzione	»	65
5.2. Analisi della letteratura	»	66
5.3. Sviluppo delle ipotesi	»	70
5.4. Metodologia delle ricerca	»	74
5.5. Risultati empirici	»	77
5.6. Discussione e conclusioni	»	84
Conclusioni	»	87
Bibliografia	»	91

PREFAZIONE

Il tema delle politiche di bilancio e della qualità degli utili occupa un posto centrale negli studi nazionali ed internazionali di ragioneria e di *financial accounting* in generale. Oltre allo studio dei metodi di misurazione della qualità degli utili, la letteratura ha approfondito il tema delle determinanti delle politiche di bilancio e di qualità degli utili, con particolare riferimento agli assetti proprietari e al governo delle aziende.

Nonostante la produzione sul tema del decennio passato, è emersa negli ultimi anni una forte insoddisfazione per i risultati contraddittori degli studi empirici pubblicati e per la mancanza di risultati generalizzabili. La letteratura si è spesso impegnata nel tentativo di replicare in contesti diversi i medesimi risultati conseguiti in ambito statunitense e nei Paesi anglosassoni. Questo programma di ricerca ha trascurato le diversità tra gli ambienti di *governance* e la possibilità che i medesimi assetti proprietari e strutture di governo possano influenzare la qualità degli utili in modo diverso a seconda dei contesti e delle interrelazioni che si instaurano.

L'obiettivo del presente lavoro è duplice. Il primo obiettivo è evidenziare nella letteratura più attuale un mutamento del programma di ricerca sulle determinanti della qualità degli utili. Tale mutamento è imperniato su alcune linee di sviluppo delle ricerche: 1) integrazione di prospettive teoriche diverse (teoria dell'agenzia, *stewardship theory*, *political theory*); 2) tentativo di spiegare le differenze nel modo in cui *governance* e assetti proprietari influenzano la qualità degli utili nei diversi ambienti di *governance*; 3) individuazione di nuove variabili legate alla natura degli azionisti di controllo (ad esempio famiglia o stato); 4) allargamento a nuove dimensioni della qualità degli utili, come ad esempio l'affidabilità delle rilevazioni delle perdite da svalutazione dell'avviamento.

Il secondo obiettivo del volume si articola nella proposta di due studi empirici in linea con tale nuovo approccio, volti a colmare due *research gap* presenti in letteratura. Il primo dei due studi risponde a recenti *call for paper* sul ruolo della proprietà statale nelle scelte contabili delle società quotate, anche in contesti europei. Il secondo studio allarga la prospettiva della qualità degli utili alla rilevazione di perdite da svalutazione.

* * *

L'autore desidera ringraziare il Prof. Luciano Marchi per l'insostituibile incoraggiamento all'attività di ricerca scientifica. Un caro e sentito ringraziamento va al Prof. Marco Allegrini per il suo esempio di passione per la ricerca e per i suoi preziosi suggerimenti. L'autore desidera inoltre ringraziare il Prof. Giuseppe D'Onza per i proficui colloqui su singoli aspetti delle ricerche trattate in questo volume.

La responsabilità di qualunque inesattezza o imprecisione è da attribuire, naturalmente, al solo autore.

Giulio Greco

Pisa, 21 aprile 2015

1. INTRODUZIONE E INQUADRAMENTO TEORICO

1.1. Politiche di bilancio e *earnings quality*

La corporate governance delle aziende italiane produttrici di servizi di pubblica utilità ha recentemente subito profonde modificazioni, associate in primo luogo all'attuazione dei processi di privatizzazione e di deregolamentazione intervenuti a partire dall'ultimo decennio del secolo scorso.

Il concetto di *earnings quality* è trattato con accezioni diverse dalla letteratura italiana e internazionale. L'espressione inglese *earnings quality* si può tradurre con «qualità del reddito», letteralmente la traduzione sarebbe «qualità degli utili» o «qualità dei profitti».

La dottrina italiana definisce il concetto di reddito variazione della ricchezza conferita dalla proprietà, prodotta dallo svolgimento della gestione aziendale¹. Alla determinazione quantitativa del reddito, l'economia aziendale italiana affianca un apprezzamento qualitativo del reddito stesso, come

¹ Zappa G. (1950), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano, p. 278. Sul concetto di reddito esiste una bibliografia ampia, senza alcuna pretesa di esaustività ricordiamo: Amodeo D. (1938), *Contributo alla teoria delle valutazioni nei bilanci di esercizio*, Italia Imperiale, Napoli; De Minico L. (1946), *Lezioni di Ragioneria. I fondamenti economici della rilevazione del reddito*, Pironti, Napoli; Cassandro P.E. (1950), *L'incidenza dei fattori produttivi a lungo termine sul risultato di esercizio*, Cacucci, Bari; De Dominicis U. (1950), *Il reddito dell'impresa e il suo sistema contabile*, Ghibauda, Cuneo; Ceccherelli A. (1961), *Il linguaggio dei bilanci*, Le Monnier, Firenze; Onida P. (1970), *La logica e il sistema delle rilevazioni quantitative d'azienda*, Giuffrè, Milano; Azzini L. (1976), *Flussi di valore, reddito e conservazione del capitale delle imprese*, Giuffrè, Milano; Ardemani E. (1981), "Alcune considerazioni sul reddito di esercizio", *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1; Catturi G. (1989), *Teorie contabili e scenari economico aziendali*, Cedam, Padova; Ferrero G. (1995), *La valutazione del capitale di bilancio*, Giuffrè, Milano; Guatri L. (1988), "Il reddito dell'impresa: che cosa significa?", *Economia e Management*, marzo. Si prescinde qui da una disamina completa del concetto di reddito e delle sue diverse accezioni, per il quale si rimanda a: Allegrini M. (2010), *Concetti di reddito e conseguenti logiche di valutazione*, Giuffrè, Milano.

due momenti inscindibili nell'espressione di un giudizio sull'andamento dell'impresa². La letteratura italiana ha poi articolato la qualità del reddito facendo riferimento principalmente alle condizioni interne ed esterne all'azienda nelle quali esso viene prodotto, alle prospettive future e alla pianificazione aziendale³. Un reddito di qualità è tale da non pregiudicare le prospettive future dell'azienda, ma piuttosto essere costruito su una gestione oculata e preoccupata di costruire solide prospettive di redditività futura, coerentemente con la pianificazione messa in atto⁴. Questo approccio interpreta dunque il reddito in un'accezione più ampia che collega le risultanze del sistema contabile con le caratteristiche della gestione posta in essere.

La letteratura internazionale, e statunitense in particolare, definisce invece la qualità del reddito con riferimento all'utilità delle informazioni contabili per il *decision making* da parte degli utenti dell'informativa aziendale per l'esterno⁵. Il principio dell'utilità per le decisioni, cardine della redazione del bilancio, è un portato della *information perspective on accounting*, prospettiva *benchmark* della ricerca scientifica e dello *standard setter* statunitense a partire dagli anni Settanta, poi diffusa a tutto il mondo anglosassone e alla ricerca internazionale⁶.

Nella letteratura internazionale il concetto di *earnings quality* si lega pressoché indissolubilmente a quello di *earnings management*. Il concetto di *earnings management* viene ricondotto all'utilizzo della discrezionalità nelle determinazioni economico-quantitative d'azienda. Una definizione comunemente accolta nella letteratura internazionale, soprattutto empirica, vede l'*earnings management* come «la circostanza nella quale i manager utilizzano il loro giudizio nella redazione del bilancio e nello strutturare le

² Secondo Giannessi il bilancio di esercizio è «uno strumento di conversione della dinamica aziendale in cifre e di riconversione delle cifre in andamenti economici». Giannessi E. (1979), *Appunti di economia aziendale con particolare riferimento alle aziende agricole*, Pacini, Pisa, p. 476. La riconversione delle cifre in andamenti economici passa attraverso la determinazione quantitativa del reddito ed il suo contestuale apprezzamento qualitativo, come momenti dello studio dell'andamento economico dell'azienda.

³ Si veda in particolare Lizza P. (1999), *La qualità del reddito*, Giappichelli, Torino; Prencipe A. (2006), *Earnings quality*, Pearson, Milano.

⁴ Cfr. Coda V. (1993), «Le analisi di bilancio a fini di valutazione strategica dell'impresa», in *Scritti in Onore di Carlo Masini*, Tomo I, Egea, Milano; Lizza P. (1999), *op. cit.*

⁵ Dechow P., Ge W., Schrand C. (2010), «Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences», *Journal of Accounting and Economics*, 50 (2), pp. 344-401.

⁶ Hendriksen E.S. (1965), *Accounting Theory*, Irwin, Illinois; Christensen J.A., Demski J.S. (2003), *Accounting Theory: An Information Content Perspective*, McGraw-Hill, Boston. Cfr. anche Greco G. (2010), *La comunicazione economico-finanziaria nell'annual report*, Giappichelli, Torino.

transazioni, allo scopo di alterare i *report* finanziari, al fine di fuorviare alcuni *stakeholder* sulla *performance* dell'azienda, ovvero di influenzare gli esiti di rapporti contrattuali che dipendono dai risultati contabili»⁷. In sostanza, l'*earnings management* rappresenta un'interferenza non desiderabile nella determinazione del reddito ovvero un'applicazione non neutrale dei principi contabili⁸.

Maggiore è il grado di *earnings management*, qualsiasi sia il motivo che ha ispirato questa attività, minore è l'utilità del dato contabile per le decisioni aziendali. Un esempio è dato dalla situazione delle aziende indebitate. Il timore di violare *covenant* contrattuali sul debito può spingere il management alla manipolazione del reddito. Questa interferenza riduce la qualità del reddito e la sua utilità per le decisioni, in questo caso da parte dei fornitori di capitale di credito. Questo esempio chiarisce inoltre la ragione per cui la letteratura che studia il tema dell'*earnings management* viene considerata di fatto come ricerca sulla qualità degli utili.

Il tema dell'*earnings management* presenta affinità con quello delle politiche di bilancio affrontato dalla letteratura italiana. La visione prevalente sia nella letteratura internazionale che in quella nazionale vede nella politica di bilancio un uso strumentale della discrezionalità concessa dai principi contabili nelle valutazioni di bilancio, al fine di conseguire obiettivi particolari⁹. Non mancano tuttavia, contributi che evidenziano come le politiche di bilancio possano essere funzionali ad una più corretta interpretazione dell'andamento economico dell'azienda, specie nel medio-lungo termine¹⁰. Anche nella letteratura internazionale non mancano riferimenti alla possibilità che l'*earnings management* possa veicolare informazioni private in possesso del management all'esterno dell'azienda migliorando l'efficienza dei contratti. L'*earnings management* avrebbe da questo punto di vista un

⁷ Healy P.M., Wahlen J.M. (1999), "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting", *Accounting horizons*, 13 (4), p. 373.

⁸ Cfr. Schipper K. (1989), "Commentary on earnings management", *Accounting Horizons*, 3.4, pp. 91-102.

⁹ Cfr. Pini M. (1991), *Politiche di bilancio e direzione aziendale*, Etas, Milano; Verona R., (2006), *Le politiche di bilancio. Motivazioni e riflessi economico aziendali*, Giuffrè, Milano.

¹⁰ In questo senso, le politiche di stabilizzazione dei dividendi e le politiche di autofinanziamento non sarebbero una distorsione dei risultati veri di esercizio, ma una via per rappresentare correttamente la capacità dell'azienda di creare valore nel tempo. Si tratta della nota posizione di Onida P. (1974), "Natura e limiti della politica di bilancio", *Rivista dei dottori commercialisti*, 3, pp. 423-454.

contributo informativo addizionale, che compensa i limiti informativi del *financial reporting* prodotto utilizzando i principi contabili in vigore¹¹.

È opportuno osservare che sia la letteratura internazionale che quella nazionale distinguono le politiche di bilancio effettuate entro i confini della liceità dalla frode contabile o falso in bilancio¹².

Nel presente lavoro, il reddito viene considerato di qualità quando è il più possibile scevro da utilizzi strumentali della discrezionalità del management, effettuati per conseguire (o far conseguire) benefici privati. Tale discrezionalità può essere esercitata sia in sede di redazione del bilancio, sia in sede di svolgimento delle operazioni di gestione che trovano rappresentazione nel bilancio ed è intenzionalmente volta a limitare l'utilità per le decisioni, in quanto mirata a fuorviare l'utente dell'informativa contabile per l'esterno. Il reddito di qualità è utile per gli utenti dell'informativa esterna di bilancio, in quanto agevola le decisioni di investimento e l'allocazione ottimale delle risorse di capitale¹³. Questa definizione ci consente di non escludere la possibilità di *earnings management* volto a rendere maggiormente informativi per l'esterno, e quindi di maggiore qualità gli utili riportati. Si tratterebbe dunque di un utilizzo della discrezionalità non volto al conseguimento di benefici privati, ma alla massimizzazione dell'utile aziendale.

1.2. Determinanti dell'*earnings quality*

I fattori che determinano l'*earnings quality* possono essere raccolti con in sei categorie: (1) caratteristiche dell'azienda; (2) prassi di *financial reporting*; (3) *governance* e il sistema dei controlli; (4) *auditor*; (5) incentivi

¹¹ Cfr. Christensen J.A., Demski J. (2002), *Accounting theory*, Irwin-McGraw-Hill; Bowen R., Rajgopal S., Venkatachalam M. (2008), "Accounting discretion, corporate governance, and firm performance", *Contemporary Accounting Research*, 25, pp. 310-405.

¹² Cfr. Dechow P.M., Sloan R.G., Sweeney A.P. (1995), "Detecting earnings management", *Accounting Review*, pp. 193-225; Dechow P.M., Skinner D.J. (2000), "Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators", *Accounting Horizons*, 14 (2), pp. 235-250. Sulle frodi contabili si veda: Allegrini M. (a cura di) (2003), *Le frodi aziendali: frodi amministrative, alterazioni di bilancio e computer crime*, FrancoAngeli, Milano.

¹³ Una definizione diversa è fornita da Prencipe A. (2006), *op. cit.* L'Autrice adotta un approccio vicino alla valutazione d'azienda e considera gli *earnings* di qualità quando «riflettono attendibilmente la *performance* corrente d'impresa e sono un buon indicatore della *performance* a medio-lungo termine della stessa».

legati al mercato; (6) fattori esterni. La quinta di queste categorie è l'oggetto della trattazione presentata in questo volume¹⁴.

Tra le caratteristiche dell'azienda individuate dalla letteratura come possibili determinanti della qualità degli utili, vi sono: la *performance*, il livello di indebitamento e le dimensioni aziendali. Alcuni studi evidenziano che le scarse *performance* possono creare incentivi all'*earnings management*, ovvero alla manipolazione di utili (ad esempio DeFond e Park, 1997; Doyle *et al.*, 2007). Il consenso dei ricercatori non è unanime, in quanto alcuni studi mostrano che la scarsa *performance* non incentiva le aziende a rilevare opportunisticamente svalutazioni e limita lo spazio per le manipolazioni (Francis *et al.*, 1996).

L'indebitamento viene generalmente considerato come un fattore che può diminuire sensibilmente la qualità degli utili (Watts e Zimmerman, 1986). Il timore di violare *covenant* contrattuali sul debito può costituire un potente incentivo alla manipolazione. La letteratura empirica rinviene evidenze convergenti sulla varietà di metodi di manipolazione degli utili utilizzati per incrementare il reddito di esercizio per il timore di violare *covenant*. Tra le varie tecniche vi sono la scelta di metodi contabili, gli *accruals* anomali e attività di *real earnings management* (Bartov, 1993; DeFond e Jambalvo, 1994; Balsam *et al.*, 1995).

Per quanto riguarda le dimensioni aziendali, i primi studi sul rapporto tra questa e la qualità degli utili suggerivano una relazione negativa. Nelle aziende più grandi la qualità degli utili era influenzata verso il basso da maggiori costi politici e regolatori (Jensen e Meckling, 1976; Watts e Zimmerman, 1986). Studi più recenti suggeriscono come le aziende più grandi, grazie anche a strutture di controllo interno più articolate ed efficaci, presentino utili di qualità più alta rispetto alle aziende più piccole (Doyle *et al.*, 2007; AshBaugh-Skaife *et al.*, 2007).

Per quanti riguarda l'influenza delle prassi di *financial reporting* sulla qualità degli utili, la letteratura ha recentemente osservato come alcune aziende utilizzino la discrezionalità per classificare opportunisticamente alcune costi in voci percepite come meno persistenti dagli utenti esterni, ad esempio gli oneri straordinari (McVay, 2006). Altri studi hanno evidenziato come la qualità del reddito riportato sia più bassa nei bilanci infrannuali, rispetto a quelli di esercizio, anche a causa del più limitato *audit* esterno (Brown e Pinello, 2007). I *report* infrannuali possono offrire alle aziende

¹⁴ Si segue qui la classificazione di Dechow *et al.* (2010). Si sottolinea che si tratta di una semplice tassonomia utile a ordinare la letteratura e non derivata da un costrutto teorico. Altre sono classificazioni naturalmente possibili.

opportunità per “spalmare” l’utile nel corso dell’anno, evitando sorprese o periodi particolarmente negativi.

Un tema comunemente diffuso nella letteratura è l’impatto dell’adozione di determinati principi contabili sulle pratiche di *earnings management* messe in atto dalle aziende. Numerosi studi hanno ad esempio evidenziato come il management abbia tenuto un comportamento più opportunistico dopo l’introduzione dello US GAAP SFAS 142, che concede maggiore discrezionalità al management nella svalutazione dell’avviamento e di altri *long lived assets* (Riedl, 2004; Jarva, 2009). Altri studi hanno esaminato l’impatto dell’adozione degli IAS/IFRS. L’autorevole studio di Barth *et al.*, (2008) ha trovato evidenza di come l’utilizzo degli IAS/IFRS comporti meno *earnings management*, più *timely loss recognition* e maggiore *value relevance*. Gli Autori evidenziano come tale risultato possa dipendere anche dalle condizioni istituzionali di contesto, come l’evoluzione della domanda di informazioni, i controlli e le caratteristiche delle aziende che li applicano.

Lo studio dei fattori di *governance* che influenzano la qualità degli utili è oggetto della presente trattazione. Nel capitolo 2 si analizzerà la letteratura sul tema.

La letteratura scientifica ha trattato gli *auditor* come determinante rispetto alla *earnings quality*, in virtù del ruolo che svolgono di mitigazione di manipolazione degli utili riportati ovvero di errori non intenzionali. La capacità dell’*auditor* di verificare, prevenire o riportare la presenza di *earnings management* dipende dall’effettivo sforzo compiuto e dall’efficacia. Gli incentivi per l’*auditor* a riportare o correggere errori o manipolazioni dipende da fattori come i costi reputazionali, i costi di contenzioso e l’effettivo grado di indipendenza¹⁵.

La ricerca empirica ha mostrato come alcune caratteristiche degli auditor siano associate a più alta qualità degli utili. Tra di esse si possono menzionare: l’impegno (misurato in termini di ore), l’esperienza specifica sul settore e le dimensioni (DeFond e Subramanyan, 1998; Khrihan, 2003; Caramanis e Lennox, 2008). In particolare, vi è una letteratura che converge sull’idea che gli *auditor* siano efficaci nel limitare il livello di *accruals* discrezionali, specie di quelli che incrementano l’utile (Dechow *et al.*, 2010).

Più contrastanti invece le evidenze empiriche sul rapporto tra i compensi e la durata degli incarichi degli auditor e la qualità degli utili (Frankel *et al.*,

¹⁵ Cfr. D’Onza G. (2008), *Il sistema di controllo nella prospettiva del risk management*, Giuffrè, Milano.

2002; Ashbaugh *et al.*, 2003; Gul *et al.*, 2003). Ciò può essere dovuto al fatto che queste due variabili (i compensi e la durata dell'incarico), da un lato, possono aumentare la capacità di individuazione di errori e manipolazioni, attraverso l'uso di maggiori risorse e la maggiore conoscenza dell'azienda; dall'altro lato esse diminuiscono l'indipendenza dell'*auditor*.

Il mercato dei capitali offre diversi potenziali fattori della qualità degli utili. Un primo fattore è dato dagli obiettivi di profitto, rispetto ai quali il mercato può premiare o no l'azienda. Gli obiettivi di profitto possono fornire un forte incentivo alla manipolazione degli utili¹⁶.

Un altro potente incentivo alla manipolazione di utili, e quindi causa di bassa qualità di essi, è dato dalla raccolta di capitali sui mercati finanziari. Diversi studi sono concordi nell'evidenziare manipolazione di *accrual* in aziende che si rivolgono al mercato per raccogliere capitale, ad esempio in occasione delle IPO o di *cross listing* (Teoh *et al.*, 1998; Lang *et al.*, 2003).

Per quanto riguarda i fattori esterni in grado di influenzare la qualità degli utili, sono da menzionare: la tutela legale degli investitori, l'efficacia del sistema giudiziario, i processi politici, la normativa fiscale o non.

Il fattore esterno più comunemente studiato è la normativa. La normativa fiscale può influenzare la scelta del metodo di valutazione si pensi ad esempio alla valutazione del magazzino, come anche le attività di *income shifting*, interferendo sull'applicazione neutrale dei principi contabili¹⁷. Tra le normative non fiscali più studiate, vi è l'introduzione del Sarbanes-Oxley Act. Diversi studi hanno mostrato come l'introduzione di questa normativa abbia condotto ad una minore manipolazione degli *accruals*, che in taluni casi sono stati sostituiti da azioni di *real earnings management*, più difficilmente controllabili (Koh *et al.*, 2008).

La tutela legale degli investitori e degli azionisti di minoranza viene vista come fattore esterno determinante la qualità degli utili. Gli studi basati su ampie comparazioni internazionali evidenziano come la qualità media degli utili sia influenzata dalla maggiore o minore tutela legale degli investitori (Leuz *et al.*, 2003; Ball *et al.*, 2008). L'efficacia del sistema giudiziario è un elemento che si aggiunge al quadro normativo di tutela degli inve-

¹⁶ Numerosi sono i contributi che evidenziano come il management usi diversi strumenti di *earnings management* per raggiungere o superare gli obiettivi. Per una *review* e un esempio si veda: Roychowdhury S. (2006), "Earnings management through real activities manipulation", *Journal of Accounting and Economic*, 42, pp. 335-370.

¹⁷ Per una *review* della letteratura specifica si veda: Hanlon M., Heitzman S. (2010), *A review of tax research*. Working Paper, MIT, University of Oregon.

stitori nel determinare differenze nella qualità media degli utili tra Paese e Paese (Leuz *et al.*, 2003).

I processi politici sono una variabile in grado di influenzare significativamente la qualità degli utili (Watts e Zimmerman, 1986). Il timore di “costi politici” come il rischio di introduzione di nuove norme, di intervento della autorità regolatrici o antitrust o anche l’eccessiva attenzione da parte di alcuni soggetti come i consumatori o le comunità locali possono indurre le aziende a manipolare gli utili.

Un esempio di questo fenomeno è dato dalle aziende petrolifere, che in tempi di prezzo elevato del petrolio, innescano pratiche di manipolazione degli *accruals* volte a contenere gli utili, per evitare di sostenere costi politici (Han e Wang, 1997; Byard *et al.*, 2007). Il fenomeno si presenta in particolare in settori, in cui vi è una sensitività politica degli utili, come appunto quello petrolifero.

I requisiti di capitale fissati dalla legge sono un ulteriore fattore esterno, studiato soprattutto per le banche, le assicurazioni e le società finanziarie, che può influenzare la qualità degli utili riportati. Si pensi ad esempio agli accantonamenti a fronte di crediti in sofferenza. Meno studiate le variabili esterne legate al contesto culturale o religioso¹⁸.

1.3. Le conseguenze dell'*earnings quality*

Da un punto di vista squisitamente teorico, le conseguenze dell'*earnings quality* riguardano l’universo degli *stakeholder*. La scarsa qualità degli utili, che spesso si associa a scarsa trasparenza, può danneggiare la reputazione aziendale agli occhi della coalizione degli *stakeholder* che la sostiene. La letteratura sul *financial accounting* focalizza la sua attenzione sugli effetti legati ai mercati finanziari, come il valore di mercato e il costo del capitale stimato dagli investitori, l’accuratezza delle previsioni degli analisti, agli effetti sul mercato del debito o mercato del lavoro manageriale. Meno indagati sono gli effetti della qualità degli utili sulle relazioni industriali ad esempio, oppure sui rapporti con la pubblica amministrazione, non necessariamente con le autorità fiscali¹⁹.

¹⁸ Cfr. Guiso L., Sapienza P., Zingales L. (2009), “Cultural biases in economic exchange? Quarterly”, *Journal of Economics*, 124, pp. 1095-1131.

¹⁹ I rapporti potrebbero riguardare ad esempio autorità locali o governative che hanno fornito finanziamenti pubblici. È ipotizzabile un’attività di *earnings management* in occasione di gare d’appalto o di richiesta di finanziamenti pubblici.

La valutazione dei mercati finanziari sono influenzate dalla qualità degli utili. Le aziende che presentano una serie consistente di risultati in linea o superiori agli obiettivi prefissati hanno senza dubbio maggiori probabilità di essere premiate dal mercato (Barth *et al.*, 1999, Kasnik e McNichols, 2002). Lo studio di Myers *et al.* (2007) evidenzia come ciò accade anche in presenza di *earnings management*. Questa evidenza offre lo spunto per domandarsi se il mercato sia in grado o no di accertare la presenza di *earnings management*, ovvero se il mercato già sia in grado di incorporare nelle sue valutazioni una stima del livello della qualità degli utili.

La qualità degli utili influenza anche il costo del capitale. La ricerca empirica è in generale convergente nel mostrare come utili di maggiore qualità, approssimata ad esempio come persistenza o come limitata *smoothness*, siano associati a più basso costo del capitale (Francis *et al.*, 2005). Questi risultati possono suggerire come la maggiore o minore incertezza informativa legata alla qualità degli utili sia considerata dal mercato. Sulla base di questa ipotesi, la ricerca più recente sta tentando di verificare se la qualità degli *accruals* è un fattore di rischio considerato dal mercato nel calcolo del costo del capitale (Core *et al.*, 2008).

La qualità degli utili si presenta inversamente proporzionale al corso del debito. Alcuni studi mostrano come la qualità degli utili sia associata a minore costo del debito in termini di interessi su obbligazioni e migliori *rating* creditizi (Francis *et al.*, 2005; Bhojraj e Swaminathan, 2007).

L'accuratezza delle previsioni degli analisti può essere indubbiamente influenzata dall'*earnings quality*. Se la qualità degli utili è approssimata dal loro livello di prevedibilità (ovvero dalla loro minore volatilità), essi si presenteranno evidentemente associati positivamente alla precisione e dell'accuratezza delle previsioni degli analisti. Per quanto riguarda invece la manipolazione degli *accruals*, gli studi più recenti mostrano come gli analisti, pur essendo consapevoli dell'*earnings management*, non sempre hanno l'abilità o l'interesse a considerarlo nelle loro raccomandazioni o previsioni (Abarbanell e Lehavy, 2003; Francis *et al.*, 2004). La mancata capacità di incorporare l'*earnings management* nei giudizi potrebbe essere legata all'azione del management che predispone la manipolazione tenendo conto delle raccomandazioni e delle previsioni già emesse dagli analisti. Ciò implicherebbe endogeneità: le previsioni degli analisti possono essere sia una causa sia una conseguenza della qualità degli utili.

La qualità degli utili possa influenzare le attività reali. Un reddito di qualità dovrebbe infatti ridurre l'asimmetria informativa e migliorare l'allocazione dei capitali, incrementando in ultima analisi l'efficienza degli investimenti (Biddle *et al.*, 2009). Viceversa, la manipolazione degli utili

potrebbe essere effettuato dal management per supportare scelte di investimento sia in termini di *decision making* interno che di raccolta di capitali. In generale, dunque, una bassa qualità degli utili porterebbe a scelte di investimento inefficienti.

A conclusione della sezione, menzioniamo come l'*earnings quality* può avere effetti sul mercato del lavoro manageriale, sia in termini di remunerazione che di *turnover*. Una bassa qualità degli utili potrebbe risultare in una modifica delle condizioni contrattuali previste nei piani di remunerazione ovvero nella scelta di allontanare manager ritenuti poco affidabili²⁰. La ricerca sul tema è ancora aperta, ma sarebbe molto utile nella comprensione del rapporto tra *governance* e *earnings quality*.

²⁰ In questo tipo di studi la variabile dipendente è data dal compenso o dalla decisioni di cambiare CEO, mentre l'*earnings quality* è utilizzata come variabile indipendente. Negli studi sul mercato del lavoro manageriale come determinante dell'*earnings quality*, accadeva il contrario.

2. ANALISI DELLA LETTERATURA

2.1. Gli assetti proprietari e l'*earnings quality*

2.1.1. La proprietà manageriale

Per proprietà manageriale si intende solitamente la proprietà di azioni da parte degli amministratori o del top management. I termini inglesi utilizzati sono solitamente *managerial ownership* o *insider ownership*. In molti studi si prescinde dalla natura dell'azionista *insider*, sia esso un amministratore con quote o una famiglia. Il livello della proprietà viene utilizzato per prevedere il comportamento di questi attori. La teoria maggiormente utilizzata è quella dell'agenzia. L'utilizzo di altre teorie richiede una misurazione più precisa del tipo di azionista *insider*, come si vedrà ad esempio nel caso delle aziende familiari nel prosieguo della trattazione.

La teoria dell'agenzia offre prospettive alternative in merito all'influenza della proprietà manageriale sulla qualità degli utili.

Una prima prospettiva è basata sull'idea che la proprietà manageriale contribuisca significativamente all'allineamento degli interessi di azionisti e manager (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983). L'allineamento di interessi reduce la propensione alla manipolazione degli utili da parte dei manager, a danno degli azionisti, effettuata per perseguire scopi privati legati principalmente alla remunerazione e alla salvaguardia del posto di lavoro. La ricerca empirica ha rilevato effettivamente un'associazione negativa tra proprietà manageriale e valore assoluto degli *abnormal accruals* (si veda ad esempio Warfield *et al.*, 1995). In sostanza, la proprietà manageriale viene vista come fenomeno che mitiga il conflitto di agenzia di tipo I, ovvero quello tra manager e azionisti. La proprietà mana-