

UNIVERSITÁ DEGLI STUDI DI MILANO-BICOCCA

Scuola di Economia e Statistica

XVII ciclo di Dottorato in Economia Aziendale, Management ed Economia
del Territorio



**LA VALUE RELEVANCE: ASPETTI TEORICI E VERIFICHE
EMPIRICHE NEL SETTORE BANCARIO EUROPEO**

Relatore: Chiar.mo Prof. Andrea AMADUZZI

Tesi di Dottorato

di:

Elisa Natale

Matr. n.734112

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 4
---------------------	--------

CAPITOLO 1: LA VALUE RELEVANCE DEL BILANCIO D'ESERCIZIO

1.1 Il contesto storico della value relevance	pag. 6
1.2 Il rapporto tra value relevance e attendibilità di bilancio	pag. 17
1.3 Il legame tra value relevance e l'efficienza del mercato	pag. 19
1.4 I destinatari dell'informativa di bilancio	pag. 22
1.5 La valutazione a fair value e la valutazione a costo storico: confronto	pag. 28
1.6 Il principio di prudenza (<i>Conservatism</i>)	pag. 34
1.6.1 L'effetto del Conservatism sulla Value Relevance	pag. 40

CAPITOLO 2: I MODELLI EMPIRICI PER GLI STUDI SULLA VALUE RELEVANCE DEL BILANCIO D'ESERCIZIO

2.1 I modelli per gli studi sulla Value Relevance	pag. 43
2.2 Il modello di Ohlson	pag. 45
2.3 Espressioni del Modello di Ohlson	pag. 51
2.4 Le regressioni del Modello di Ohlson	pag. 56
2.5 Il Modello di Ohlson a confronto	pag. 63
2.5.1. Il modello di attualizzazione dei dividendi attesi (DDM)	pag. 63
2.5.2. Il modello di attualizzazione dei flussi di cassa futuri (DCF)	pag. 64
2.6 Successive riformulazioni del Modello di Ohlson negli studi sulla value relevance	pag. 69
2.7 Il modello di Easton e Harris	pag. 82
2.7.1 "Book value valuation model"	pag. 83
2.7.2 "Earnings valuation model"	pag. 85
2.8 Il modello di Ohlson e il modello di Easton e Harris a confronto	pag. 89

2.9 La variabile solitamente omessa negli studi sulla value relevance: le “other information”	pag. 91
--	---------

CAPITOLO 3: GLI STUDI SULLA VALUE RELEVANCE SUL SISTEMA BANCARIO EUROPEO

Introduzione	pag. 92
3.1 La value relevance dei prestiti bancari valutati al fair value	pag. 95
3.2 La value relevance degli IFRS nel settore bancario europeo	pag. 104
3.3 Report di sostenibilità e valutazione delle banche nei mercati azionari europei	pag. 113

CAPITOLO 4: VERIFICA EMPIRICA SULLA VALUE RELEVANCE SUL SISTEMA BANCARIO EUROPEO

Introduzione	pag. 123
4.1 La formalizzazione del modello adottato	pag. 124
4.2 I risultati dell’analisi empirica svolta e la verifica dell’ipotesi formulata	pag. 127

CONCLUSIONI	pag. 134
--------------------	----------

BIBLIOGRAFIA	pag. 137
---------------------	----------

ALLEGATI	pag. 146
-----------------	----------

RINGRAZIAMENTI	pag. 168
-----------------------	----------

INTRODUZIONE

L'informativa di bilancio è rilevante nell'orientare le scelte degli investitori, in tal modo essa è in grado di influenzare i valori di mercato dell'azienda.

Tale relazione viene chiamata "*value relevance*".

Sebbene non esista una definizione univoca, Francis e Schipper¹ (1999) forniscono quattro possibili spiegazioni.

La prima, si traduce nell'idea che l'informativa di bilancio condiziona i prezzi di mercato azionario che dovrebbero ricomprendere tutte le informazioni disponibili, tra cui quelle contabili. Secondo questa definizione, la *value relevance* sarebbe esprimibile nella relazione tra il reddito di bilancio e i valori di mercato.

Nella seconda interpretazione, la *value relevance* sarebbe esprimibile quale capacità del reddito di informare gli operatori sui flussi di cassa, sui redditi futuri, sui dividendi o sui prezzi.

Le ultime due interpretazioni sono tra di loro simili: la *value relevance* viene determinata attraverso modelli empirici (analisi statistiche) che studiano la relazione tra l'informativa di bilancio ed i prezzi. Precisamente secondo la terza definizione, l'analisi statistica mira a determinare se i prezzi vengono determinati dagli investitori mediante l'informazione contabile. Secondo questa interpretazione, la *value relevance* sarebbe stimata dalla capacità dell'informativa di bilancio di modificare l'insieme delle informazioni disponibili nel mercato. In altre parole, l'informativa contabile può incidere sulle decisioni degli investitori e di conseguenza variare il prezzo attribuito alle azioni, poiché strettamente legato alle aspettative di quest'ultimi. Infine, secondo l'ultima descrizione l'informativa di bilancio sarebbe connessa con le informazioni utilizzate dagli investitori. In questa interpretazione è possibile determinare la *value relevance* nella capacità dell'informativa contabile di racchiudere

¹J.FRANCIS, K.SCHIPPER, "Have financial statements lost their relevance?" *Journal of Accounting Research*, vol .37, pp. 319.352, (1999).

informazioni che per i soggetti interessati possono influenzare i prezzi di mercato.

Va precisato, che gli Autori, riconoscono anche che vi possono essere altre informazioni, non contenute nell'informativa di bilancio, che condizionerebbero il comportamento degli investitori.

Ad ogni modo, ricordiamo che per i principi contabili lo scopo del bilancio è di assolvere la propria funzione informativa, fornendo agli investitori informazioni utili nelle loro decisioni economiche².

L'informativa contabile non è definita *value relevant* se non esiste nessuna relazione tra i valori di bilancio e il valore aziendale.

Anche nel nostro contesto italiano si è sviluppato l'interesse sugli studi di *value relevance*, con un numero crescente di pubblicazioni al riguardo.

Questa tesi si propone di illustrare e spiegare tale fenomeno ed approfondirlo effettuando delle ricerche empiriche su un campione di società europee operanti nel medesimo settore.

Il presente lavoro verrà articolato nei seguenti capitoli:

- verrà analizzata la bibliografia esistente e le pubblicazioni dei maggiori Autori in tema di *value relevance*, con un focus sul principio del “*conservatism*”;
- nel secondo capitolo verranno analizzati i principali modelli nel tempo proposti dai vari Autori, indicando le principali ricerche empiriche svolte, i problemi sorti e le eventuali soluzioni proposte dalla dottrina per affrontarli;
- nel terzo capitolo verranno approfonditi gli studi condotti sulla *value relevance*, in particolare nel settore bancario europeo;
- infine, nell'ultimo capitolo verranno effettuate delle verifiche empiriche, sempre nel settore bancario europeo oggetto di analisi.

²OIC 1, IAS 1, par. 5

CAPITOLO 1: LA VALUE RELEVANCE DEL BILANCIO D'ESERCIZIO

1.1 IL CONTESTO STORICO DELLA VALUE RELEVANCE

I primi studi che si sono focalizzati sul tema di *value relevance* risalgono agli anni '60 ed erano orientati sulla relazione del mercato rispetto di risultati di bilancio. In particolare nel 1968 con le pubblicazioni di Ball e Brown³ e di Beaver⁴, facenti parte della più ampia sfera della nominata "*Capital Market Research in Accounting*" (CMBAR), in cui l'attenzione veniva focalizzata sulle reazioni dei prezzi di mercato ai risultati economici d'impresa (redditi) e, in particolare, analizzava come tali performance influivano sulle scelte degli investitori. Gli Autori analizzarono che i redditi di bilancio e i prezzi di mercato sono in relazione tra di loro, poiché determinati valori contenuti nell'informativa contabile, sono già inseriti nei prezzi di mercato, anticipando il momento in cui i redditi vengono pubblicati.

Gli Autori hanno definito i redditi di bilancio *value relevant* proprio per l'associazione che esiste tra questi ed i prezzi di mercato.

Kothari⁵ nella sua pubblicazione definisce Ball e Brown come i divulgatori della ricerca contabile sui mercati di capitali.

Fino ad allora era sviluppata la teoria della "*Normative Accounting*", che si focalizzava sulle scelte effettuate dagli investitori in base agli obiettivi da questi

³ R. BALL, P. BROWN, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, vol. 6, n.2, pp. 159-178, (1968).

⁴ W.H. BEAVER, "The Information Content of Annual Earnings Announcement: Empirical Research in Accounting Selected Studies", *Journal of Accounting Research*, vol. 6, Supplement, pp. 67-92, (1968).

⁵S.P. KOTHARI, "Capital markets research in accounting", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, n. 1., pp. 105-231, (2001).

prefissati, studiandone il comportamento e facendo delle congetture logiche, ma non analizzando il fenomeno mediante analisi empiriche.

Gli studiosi Ball e Brown hanno sviluppato la “*Positive Accounting theory*”, difesa dagli economisti Milton Friedman⁶ e da Fama⁷, divenuta una dei capisaldi della ricerca economica finanziaria dell'Università di Chicago. La “*Positive Accounting Theory*” riprendeva come assunto base la “*Normative Accounting Theory*” e cercava di analizzare e predire le prassi aziendali, spiegando perché alcune ricerche sono più popolari di altre. Lo scopo era quello di capire come le pratiche in materia contabile dovevano essere utilizzate nel migliore dei modi.

La ricerca svolta da questi Autori rientra nella sfera dei “*short term event studies*” che analizzano il comportamento del mercato in uno spazio temporale ravvicinato all'evento studiato. Per esempio l'andamento del mercato azionario giornalmente o settimanalmente. I “*long term event studies*”, che si contrappongono ai primi, analizzano tale comportamento in uno spazio temporale più lungo, che può spaziare da uno a cinque anni, poiché vi è l'assunzione che in un intervallo ridotto il mercato può non valutare correttamente l'evento di interesse, cosa che non dovrebbe avvenire in uno spazio temporale maggiore, dove eventuali distorsioni possono essere corrette. La storia si ripete anche negli anni '80, con le pubblicazioni degli studiosi Watts e Zimmerman⁸, che studiano la relazione tra i principi contabili adottati e il valore di mercato societario.

Decisivo per gli studi sulla *value relevance* è stato il contributo di Ohlson (1995) e di Feltham-Ohlson (1995), che legarono direttamente l'informativa di bilancio al concetto di valore.

Facendo una premessa, possiamo identificare due tipologie distinte di analisi: “*price models*” e i “*return models*”.

⁶M. FRIEDMAN, “Essays in positive economics”, Chicago, *University of Chicago Press*, (1953).

⁷E. FAMA ET. AL. “The Adjustment of Stock Prices New Information”, *International Economic Review*, (1969).

⁸R.L. WATTS-L.ZIMMERMAN, “Positive Accounting theory”, *Prentice Hall*, Englewood Cliffs, New York, (1986).

I primi, analizzano come i prezzi di mercato siano in relazione con le informazioni disponibili di bilancio e il modello cardine utilizzato in questi studi è appunto il modello di Ohlson⁹, di cui sono susseguite varie elaborazioni nel corso degli anni. Questo modello, divenuto di fondamentale importanza, ha permesso di mettere in relazione il valore di mercato di una società con le due maggiori grandezze del bilancio, il patrimonio netto e il reddito.

I secondi invece, analizzano il rapporto tra una variazione dei prezzi di borsa e i valori di bilancio, sempre nel contesto della *value relevance*. In questo caso, il modello preso come riferimento è il modello di Easton e Harris¹⁰.

Ritornando ai modelli di Ohlson e di Feltham-Ohlson, possiamo evidenziare che i due differiscono poiché il secondo analizza il sistema contabile di ogni società, nello specifico la prudenza nella valutazione.

La maggior parte degli studiosi utilizza varie rielaborazioni del semplice modello di Ohlson (1995) per studiare il fenomeno della *value relevance*.

Analizzando l'effetto che gli utili netti hanno sugli investitori, Barth *et. Al.*¹¹ (1999), comparano i flussi finanziari operativi ai flussi finanziari delle componenti non monetarie (*accruals*). Gli Autori, oltre a valutare il rapporto tra l'informativa di bilancio e il prezzo delle azioni, analizzano anche come l'incidenza delle variabili indipendenti nel corso del tempo. Questo approccio non richiede l'efficienza di mercato, poiché i prezzi delle azioni riflettono il consenso degli investitori, a prescindere dal fatto che queste convinzioni siano fondate. Sono dello stesso avviso anche Ball e Brown¹², i quali affermano che utilizzando i prezzi di borsa vengono eliminati gli effetti di un comportamento idiosincratico che potrebbe confondere l'analisi.

L'analisi effettuata da Barth *et. Al.* (1999) indica che sia i flussi finanziari, sia i

⁹J.A. OHLSON, "Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective", *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 661-687, (2001).

¹⁰P.D. EASTON, T.S. HARRIS, "Earnings as an Explanatory Variable for Returns", *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n. 1, 1999.

¹¹M.E. BARTH, W.H. BEAVER, J.R.M. HAND, "Accruals, cash flows and equity values", *Review of Accounting Studies*, Vol. 3, pp. 205-229, (1999).

¹²R. BALL-P. BROWN, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2 (Autumn, 1968), pp. 159-178

cosiddetti “accruals” sono value relevant, con la distinzione che la parte finanziaria è un fattore incrementavo del valore, mentre la parte non monetaria viene vista negativamente da parte degli investitori.

Successivamente nel 2005, gli studiosi Barth, Beaver, Hand e Landsman¹³ effettuano un’ulteriore suddivisione tra le componenti non monetarie, per analizzare la relazione negativa che intercorre tra i prezzi di mercato e le “accruals”, per investigare se gli operatori valutano le ultime sempre in modo sfavorevole. Gli studi rivelano che le componenti non monetarie risultano negativamente connesse ai prezzi di mercato, quali le variazioni dei crediti e delle rimanenze esistenti nell’esercizio. Non risultano essere rilevanti, invece, le variazioni dei debiti e degli ammortamenti con il prezzo di mercato.

Questo poiché, sia un aumento dei crediti sia un aumento delle rimanenze, risultano connessi ai ricavi e sono soggetti nella maggior parte dei casi a stime opportunistiche o alterazioni da parte degli amministratori, a differenza degli ammortamenti o dei debiti.

Gli investitori ritengono quindi rilevante la qualità dell’informativa di bilancio utilizzata nella valutazione societaria. Essi sono maggiormente dubbiosi sulla qualità, quando vi è il dubbio che nell’interesse degli amministratori possa essere venuto meno il principio della rappresentazione veritiera e corretta del bilancio, in particolare sugli utili netti e quindi sulla loro value relevance.

L’economista L. Mason¹⁴, utilizza invece il modello di Feltham-Ohson (1995), in cui divide la parte operativa da quella finanziaria, per poter studiare come il principio di prudenza (conservatism) influenza la value relevance sia sui flussi finanziari, sia sulle componenti non monetarie. L’Autore evidenzia il fatto che i valori non monetari vengono determinati dagli investitori più significativi per le società che prediligono il principio di prudenza rispetto a quelle più combattive.

¹³ M.E. BARTH, W.H. BEAVER, J.R.M. HAND, W.R. LANDMAN, “Accruals accounting-based valuation models and the predictions of equity values”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 20, pp. 311-345 (2005).

¹⁴ L. MASON, “The impact of Accounting Conservatism on the Magnitude of the differential information content of cash flows and accruals”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 19, pp. 249-282, (2004).

Marquard e Wiederman¹⁵ (2004) esaminano l'effetto che la gestione degli utili ha sulla value relevance. Mentre le componenti dei flussi di cassa degli utili sono generalmente considerate come parte dell'obiettivo degli utili contabili, la dimensione delle componenti non monetarie è il risultato delle valutazioni soggettive del management. Quest'ultime potrebbero essere soggette a manipolazioni. Gli Autori esaminano la value relevance degli utili di un campione di società con *ex ante* ragionevoli aspettative ed evidenze *ex post* della gestione degli utili. In particolare, indagano se la gestione opportunistica compromette la value relevance degli utili per un campione di imprese nei mercati secondari. Inizialmente la ricerca ha la situazione in cui il management potrebbe avere incentivi ed opportunità di manipolare i risultati. Questo risulta particolarmente vero quando il management partecipa personalmente nell'emissione nei mercati secondari comprando le azioni per la loro parte.

Un'altra importante considerazione viene effettuata sulle cosiddette "stock option", utilizzate molto spesso come remunerazione per gli amministratori. I principi contabili statunitensi prevedono la possibilità di inserire il valore delle opzioni assegnate ai propri dipendenti in bilancio, in caso contrario tale valore deve essere inserito in Nota Integrativa a titolo informativo. Aboody *et. Al*¹⁶. (2004) analizzano se l'informativa di bilancio delle "stock options" viene valutata ugualmente qualora il valore venga esposto solo in Nota Integrativa. Se questo valore è disponibile, deve essere incorporato nel prezzo delle azioni, indipendentemente da come viene esposto in bilancio. Il mercato diviene inefficiente se il prezzo delle azioni lo misura erroneamente. Una violazione significativa dell'efficienza del mercato equivale ad una correlazione tra questo errore di misura e le variabili contabili di pubblico interesse.

Lo studio evidenzia che l'informativa contabile delle "stock options" determinata dalle azioni descritte in Nota Integrativa, viene valutata dagli utilizzatori come un

¹⁵ C.A. MARQUARDT, C.I. WIEDERMAN, "The effect of earnings management on the value relevance of accounting information", *J Bus Finance Account*, vol. 31, pp. 297-332, (2004).

¹⁶ D. ABOODY, M.E. BARTH, R.KASZNIK, SFAS n. 123 "Stock-based compensations, Expense and Equity Market Values", *Accounting Review*, n. 79, pp. 251-272, (2004).

onere, allo stesso modo se incluse in bilancio.

Bell et al.¹⁷ (2002) provano il contrario. Per ciascuna società presa come riferimento effettuano un ricalcolo sia del patrimonio netto, sia del reddito residuale, per rilevare i diversi valori che queste grandezze avrebbero assunto se fossero stati utilizzati metodi contabili alternativi. Il loro scopo è identificare quale approccio contabile fornisce l'informativa contabile più *value relevant* per gli investitori. Gli studi condotti evidenziano che non vi è nessun cambiamento favorevole dal passaggio ad un metodo contabile che non prevede l'iscrizione del costo della retribuzione delle opzioni, ai principi dell'US GAAP che invece ne prevedono l'iscrizione. In contrapposizione con la tesi di Aboody et.al. (2004), che invece ritengono rilevanti per gli investitori le informazioni sul valore delle "stock options".

Grazie ai modelli fondati sui valori contabili, gli analisti di *accounting*, hanno avuto la possibilità di poter valutare l'impatto dei diversi metodi contabili adottati. L'economista M. E. Barth viene vista come uno dei pionieri di questo indirizzo di studi, come lo dimostrano le sue numerose pubblicazioni.

Barth et al. (1996) analizzano come gli strumenti finanziari delle maggiori banche (valutati al *fair value*) possono essere *value relevant*. In particolare esaminano se l'informativa, contenuta in Nota integrativa, possa essere rilevante. Bisogna premettere che, il più grande impiego di strumenti finanziari deriva proprio dagli istituti bancari e pertanto questa tipologia di studi si concentra su tale settore.

I principi contabili richiedevano che gli strumenti finanziari venissero iscritti in bilancio secondo il criterio del costo storico¹⁸, ma che successivamente alla fine dell'esercizio fosse data informazione in Nota Integrativa del loro valore al *fair*

¹⁷ T.B.BELL, W.R. LANDSMAN, B.L. MILLER, Y. SHU, "The Valuation Implications of Employee Stock Option Accounting for Profitable Computer Software Firms", *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 971-996, (2002).

¹⁸ "Nell'ambito dei principi che orientano la valutazione del bilancio delle società uno dei capisaldi contabili riguarda il criterio del costo storico ovvero un criterio oggettivo basato sul prezzo-costo pagato nel mercato al momento dell'acquisizione di un particolare bene".

*value*¹⁹. Le conclusioni di questi studiosi evidenziano come le informazioni riguardanti i titoli, i prestiti e i debiti a lungo termine, valutate al *fair value*, sono rilevanti per gli utilizzatori, mentre le informazioni sui depositi hanno esito contrario. Questo perché, non essendo i depositi oggetto di negoziazione, viene difficile effettuare una stima al *fair value* e pertanto potrebbe essere uno dei maggior motivi per cui tali valori non vengono presi come riferimento nella valutazione. Anche Beaver e Venkatachalam²⁰ (2000) studiano il fenomeno della value relevance sul sistema bancario, evidenziando che i principi contabili che lasciano scelta se rappresentare determinati valori in bilancio o inserirli in nota integrativa, offrono maggiore potere decisionale agli amministratori, rispetto a quei principi che invece ne obbligano la rappresentazione delle voci in bilancio. Il risultato di questi studi evince che gli investitori riescono a selezionare quali valori di bilancio sono soggetti alle scelte discrezionali degli amministratori e quali invece non lo sono. Tra i valori “indipendenti” troviamo tutti quelli che sono influenzate dai rischi del tasso di interesse e credito, mentre i rimanenti sono utilizzati dagli amministratori per fornire informazioni addizionali. Per gli Autori, queste informazioni addizionali sono ritenute credibili e affidabili per gli investitori nella determinazione del valore societario.

Anche per i beni immateriali ci sono state parecchie riflessioni da parte degli analisti.

Il valore di una società non è determinato solamente dal complesso dei suoi beni iscritti in bilancio, ma anche da tutte quelle competenze intrinseche che il personale possiede, quali la forza lavoro e le conoscenze, dalla ricerca e sviluppo (R&D), dal marchio, che essendo di difficile determinazione, molti principi contabili non ne prevedono l’iscrizione nello Stato Patrimoniale.

Sono stati effettuati degli studi per determinare se queste risorse immateriali possono risultare come fonti di informazione rilevanti per la determinazione del

¹⁹ “Con l’adozione dei principi internazionali di bilancio (IAS) il metodo di valutazione del costo storico viene sostituito con il cosiddetto fair value, tradotto dalle direttive comunitarie come “valore equo”, “valore di mercato” o “valore corrente””.

²⁰ W.H. BEAVER, M. VENKATACHALAM, “Differential pricing of the discretionary and nondiscretionary components of loan fair values”, working paper, Stanford University, (2000).

valore da parte gli investitori. In particolare, Aboody e Lev²¹ (1998) analizzano l'investimento delle spese di ricerca e sviluppo, attraverso uno studio condotto nel settore dei software. Gli Autori comparano i diversi principi contabili che permettono di capitalizzare o spendere in conto economico i costi derivanti dalla "R&D" e cercano di determinare quale approccio contabile sia più value relevant.

I risultati dimostrano che la capitalizzazione della ricerca e sviluppo ed i connessi ammortamenti vengono ritenuti dagli investitori rilevanti, a differenza dei valori iscritti in conto economico. In altre parole, essi non traggono informazioni aggiuntive dai valori economici nella stima del valore societario.

Lev et. Al.²² (2007) conducono uno studio analogo, analizzando sempre l'investimento in ricerca e sviluppo, ma paragonando la value relevance ad un campione di società statunitensi che capitalizzano e spendono in conto economico tali costi. I principi contabili statunitensi, gli US GAAP prevedono che tutti i costi di R&D devono essere spesi, con l'unica eccezione dei costi di sviluppo dei software. Gli Autori confrontano i risultati di stato patrimoniale e di conto economico ed giungono alla conclusione che i costi di ricerca e sviluppo vengono visti come un'attività incrementativa del valore dell'impresa, dove la R&D è ad elevata intensità.

Cazavan-Jeny e Jeaniean²³ (2006) testano invece la value relevance sul differente trattamento delle spese in R&D su un campione di società francesi. Documentano che le imprese che scelgono di capitalizzare le spese in ricerca e sviluppo sono quelle di dimensioni ridotte, più fortemente indebitate, meno redditizie e con basse opportunità di crescita. Gli Autori ipotizzano che la

²¹ D. ABOODY, B. LEV, "The value-relevance of intangibles: the case of software capitalization", *Journal of Accounting Research*, vol. 36 suppl., pp. 161-191, (1998).

²² B. LEV, J. THOMAS, D. NISSIM, "On the informational usefulness of R&D capitalization and amortization", in Zambon S., Marzo G. (2007) *Visualising Intangibles: Measuring and Reporting in the Knowledge Economy*, cap.5, pp. 97-128, Aldershot, Ashgate Publishing.

²³ A. CAVAZAN-JENY, T. JEANJEAN, "The negative impact of R&D capitalization: A value relevance approach" *Eur Accounting Review*, vol. 15, pp. 37-61 (2006).

capitalizzazione in R&D è associata negativamente con il prezzo delle azioni e con i rendimenti. In altre parole, gli investitori reagiscono negativamente alla capitalizzazione di tali spese.

Barth et.al.²⁴ (1998) si focalizzano invece sui marchi. Ne prendono come riferimento e ipotizzano se essi racchiudono informazioni non finanziarie produttive di valore.

Usando una regressione statistica analizzano che il valore dei marchi è connesso al valore societario, in aggiunta alla parte patrimoniale ed economica e che per gli investitori, queste informazioni aggiuntive sono essere una fonte di valore, anche se non incluse in bilancio.

Ultimamente anche nel nostro contesto italiano si sono sviluppati numerosi studi in materia di value relevance. Il motivo principale che ha suscitato questo interesse è stata l'introduzione con il d.lgs 38/2005²⁵, dei principi contabili internazionali in materia di bilanci consolidati, che ne prevede l'obbligo per le società europee che emettono titoli negoziati nei mercati regolamentati (vengono incluse le banche, gli intermediari finanziari e imprese di assicurazione).

L'obiettivo di questa armonizzazione è l'agevolazione dello sviluppo e dell'efficienza dei mercati europei e la comparabilità a livello comunitario. Oltre a questi fattori positivi, sono stati riscontrati anche problemi applicativi, sia per le differenti finalità sia per i criteri valutativi che si differenziano, anche in modo

²⁴ M.E. BARTH, M.B. CLEMENT, G. FOSTER, R. KASZNIK, "Brand values and capital market valuation", *Review of Accounting Studies*, vol. 3, pp. 41-68, (1998).

²⁵ I principi contabili internazionali IAS/IFRS sono costituiti da un insieme di criteri contabili, di matrice anglosassone, che sono stati perfezionati da un organismo di diritto privato (International Accounting Standards Board - IASB) al fine di promuovere l'armonizzazione delle regole per la redazione dei bilanci delle società. Lo IASB è uno standards setter internazionale di natura privata, al quale partecipano le professioni contabili dei principali paesi nonché, in qualità di osservatori, l'Unione Europea, lo IOSCO (International Organization of Securities Commissions) e il Comitato di Basilea. Lo IASB, costituito nell'aprile 2001, raccoglie l'eredità dell'International Accounting Standards Committee (IASC), costituito nel 1973 dall'International Federation of Accountants (IFAC – l'organizzazione che rappresenta la professione contabile internazionale), allo scopo di promuovere l'armonizzazione delle regole per la redazione dei bilanci delle società. Con la trasformazione dello IASC in IASB si è deciso, tra l'altro, di denominare i nuovi principi contabili International Financial Reporting Standards (IFRS)".

“

sostanziale dai principi nazionali. L'ottica degli IAS/IFRS è su base prospettica, totalmente opposta da quella del nostro codice civile²⁶, il cui obiettivo principale è la tutela dei soci e dei creditori. Viene data maggior rilevanza alla rappresentazione delle voci economiche e patrimoniali del bilancio, ovvero al principio della prevalenza della sostanza sulla forma, ponendo in secondo piano il principio di prudenza (conservatism) che prevede l'iscrizione delle poste di bilancio al costo storico, mentre gli IAS/IFRS prevedono il fair value. Infatti, secondo il fair value, nel bilancio di esercizio devono essere iscritti gli utili e le perdite risultanti da valutazione e pertanto non ancora realizzati. Questo vuol dire rappresentare in bilancio un reddito che non potrà essere distribuito. L'attuale crisi ha avuto un effetto incisivo sui bilanci sociali, evidenziando gli errori derivanti da un'imprecisa applicazione dei principi contabili e ha incrementato il *“venir meno della fiducia nei bilanci IAS come strumento rappresentativo dell'effettivo stato di salute delle società”* come descritto dagli studiosi Guatri e Bini²⁷ (2009). Uno scetticismo che si è tradotto in un evidente declino del mercato borsistico, fino a raggiungere valori non espressivi per gli investitori del reale valore intrinseco. Per tali motivi, gli studi sulla value relevance hanno analizzato se l'adozione di questi principi abbia realmente migliorato la qualità dei bilanci e come questa ne condizioni il valore attribuito.

In sintesi, gli studi effettuati nel corso degli anni dai differenti economisti sembrano indicare che gli investitori non considerano solo il patrimonio netto e il reddito nella valutazione delle società, ma che attribuiscono importanza anche a differenti fonti informative. Tendono a preferire i valori contabili iscritti in bilancio, ma allo stesso tempo ritengono rilevanti anche le informazioni fornite in nota integrativa. Sono inoltre a conoscenza delle possibili manipolazioni da

²⁶ Art 2423 bis c.1 c.c.: “Nella redazione del bilancio devono essere osservati i seguenti principi: 1) la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato;2) si possono indicare esclusivamente gli utili realizzati alla data di chiusura dell'esercizio;3) si deve tener conto dei proventi e degli oneri di competenza dell'esercizio, indipendentemente dalla data dell'incasso o del pagamento;4) si deve tener conto dei rischi e delle perdite di competenza dell'esercizio, anche se conosciuti dopo la chiusura di questo;5) gli elementi eterogenei ricompresi nelle singole voci devono essere valutati separatamente;6) i criteri di valutazione non possono essere modificati da un esercizio all'altro”.

²⁷ L. GUATRI, M. BINI, “L'impairment test nell'attuale crisi finanziaria e dei mercati reali”, *Egea* – Milano (2009).

parte del management e che danno maggiore o minore affidabilità alla fonte informativa di provenienza. Infine, gli investitori sono disposti a cercare, tramite fonti alternative (ovvero se non indicate in bilancio), le informazioni che ritengono rilevanti per il loro processo decisionale.

1.2 IL RAPPORTO TRA VALUE RELEVANCE ED ATTENDIBILITÀ DI BILANCIO

Oltre a spiegare il concetto di value relevance é altrettanto importante definire il rapporto che esiste tra rilevanza (relevance) e attendibilità (reliability) dell'informativa di bilancio.

L'obiettivo primario dello IASB ²⁸ può essere ricondotto “*alla creazione nell'interesse del pubblico, di un unico insieme di accounting Standards di elevata qualità e comprensibilità che forniscono informazioni trasparenti e comparabili*” (IASB mission statement).

Lo IASB, si pone l'obiettivo di emanare principi contabili che aiutino le scelte degli investitori e di migliorare l'allocazione del risparmio²⁹, l'informativa di bilancio é essenziale ed imprescindibile per gli operatori nel loro processo decisionale (*decision usefulness*).

Quando gli investitori analizzano la relazione che intercorre tra le informazioni di bilancio e i prezzi delle azioni, stanno valutando sia la relevance sia la reliability delle informazioni contabili. Quindi un determinato elemento di bilancio, non deve essere solo rilevante, ovvero fornire informazioni che condizionano le scelte degli investitori, ma deve anche suscitare fiducia negli utilizzatori e quindi essere rilevato in modo attendibile.

²⁸ Il 29 giugno 1973 a Londra nasce l'International Accounting Standards Committee (IASC) grazie all'accordo tra gli organismi contabili dei 10 paesi (Australia, Canada, Messico, USA, Francia, Germania, Regno Unito, Irlanda, Olanda e Giappone) con l'obiettivo di elaborare i principi contabili internazionali (IAS). Nel 1975 viene emanato il primo IAS.

L'Italia entra a far parte dal 1983.

Nel periodo tra il 1973 e il 1988, l'armonizzazione contabile viene gestita dalle maggiori società di revisione, che grazie all'emanazione di pochi principi trasparenti e condivisi, riescono a gestirne l'obiettivo.

Successivamente tra il 1989 e il 1999, anche le autorità pubbliche nazionali ed internazionali entrano a far parte del processo di armonizzazione (Unione Europea e International Organization of Securities Commission-IOSCO). L'obiettivo primario diviene l'interesse degli investitori, ponendoli come i principali utilizzatori delle informazioni di bilancio.

Nel 2000, viene approvata una nuova struttura per lo IASC, da parte dell'International Federal of Accountants (IFAC), ovvero l'organizzazione mondiale della professione contabile.

Nell'aprile 2001, lo IASB prende il posto dello IASC e i principi contabili IAS verranno sostituiti dagli International Financial Reporting Standards (IFRS).

²⁹ D. L. STREET, S. J. GRAY, S.M. BRYANT, "Acceptance and observance of International Accounting Standards: an empirical study of companies claiming to comply with IAS", *The International Journal of Accounting*, vol. 34, pp. 11-48 (1999).

A tale proposito, Ball et. Al.³⁰ (2003) evidenziano che l'applicazione di principi contabili di elevata qualità, é il presupposto fondamentale, ma non sufficiente per un'informativa contabile con le medesime caratteristiche qualitative. In altre parole, se gli IAS possono essere rappresentativi di un'elevata qualità delle informazioni contabili, allora sono ritenuti uno strumento utile per l'ottenimento di un'elevata qualità informativa.

Va però ricordato che un determinato valore di bilancio potrebbe influenzare le scelte degli investitori, ma non avere le caratteristiche per essere considerato attendibile e quindi considerato non value relevant.

Nella maggior parte dei casi, gli Autori giungono alla conclusione che, aiutandosi con dei test, un determinato valore contabile é o non é value relevant. Per tali motivi, nell'effettuare i test empirici molti analisti inseriscono delle variabili che rappresentano la diversa affidabilità dei dati, per determinare se e quanto questi possono influenzare i loro risultati³¹.

³⁰ R. BALL, A. ROBIN, J.S. WU, "Incentives versus Standards: Properties of Accounting Earnings in four East Asian Countries", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, pp. 235-270 (2003).

³¹ Uno degli strumenti maggiormente utilizzati, consiste nel suddividere le società incluse nel campione in base alle società di auditing che ne certificano il bilancio. Si possono quindi distinguere le società che vengono certificate dalle big four, ovvero le 4 maggiori società di revisione e quelle società il cui bilancio viene verificato da società di revisione minori, e quindi considerate meno affidabili.

1.3 IL LEGAME TRA VALUE RELEVANCE E L'EFFICIENZA DEL MERCATO

Molti ricercatori automaticamente associano la value relevance con l'assunzione dell'efficienza del mercato. Il chiarimento di questa credenza comune, richiede una chiara comprensione del termine di efficienza del mercato. Per descrivere i mercati di capitali efficienti, Copeland, Weston & Shastri³² (2004), li confrontano, prima di tutto con i mercati efficienti. Considerano 4 condizioni necessarie in un mercato è perfetto:

1. I mercati sono "senza difficoltà" (cioè senza costi di transazione, le tasse o qualsiasi tipo di regolamentazione, tutti i beni sono divisibili e commercializzabili);
2. vi è concorrenza di mercato perfetta (tutti i partecipanti al mercato sono price taker);
3. i mercati sono efficienti dal punto di vista informativo (ad esempio, l'informazione è gratuita e ricevuta simultaneamente da tutti i partecipanti al mercato);
4. tutti i partecipanti al mercato sono razionali e massimizzano la loro utilità attesa.

L'efficienza del mercato dei capitali è molto meno restrittiva rispetto alla nozione dei mercati perfetti. In un mercato dei capitali efficiente, i prezzi riflettono pienamente e istantaneamente tutte le informazioni disponibili e pertinenti (Fama 1970)³³. Quindi, le condizioni di un mercato perfetto sopraindicate non devono essere seguite alla lettera. Per esempio, un mercato dei capitali efficiente esiste ancora, se i mercati non sono difficoltà o se vi è concorrenza imperfetta. Anche distorte o costose informazioni e l'irrazionalità degli investitori

³² T. COPELAND, J.F. WESTON, K. SHASTRI, "Financial Theory and Corporate Policy", *4th Edition*, Addison-Wesley, Boston, MA, (2004).

³³ E. F. FAMA, "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work", *Journal Finance*, vol. 25, pp. 383, (1970).

(per esempio eccessiva sicurezza, sottostima dei valori, bolle speculative) non contrastano l'esistenza dell'efficienza dei mercati di capitali.

Eppure, come sottolineato da Copeland, Weston & Shastri (2004)³⁴, in un certo senso limitato, i mercati dei capitali efficienti implicano l'efficienza operativa e dei prezzi, che sono allocati efficientemente.

Fama (1970 e 1976³⁵) introduce la nozione di ciò che è conosciuto oggi come l'ipotesi di mercato efficiente (EMH) definendo tre forme di efficienza. Ogni modulo si basa su una visione diversa di quale tipo di informazioni viene inteso come "rilevanti".

La prima, la "forma debole" di efficienza del mercato dei capitali, afferma che il mercato utilizza la storia dei prezzi e quindi, i partecipanti al mercato non possono guadagnare rendimenti in eccesso attraverso lo sviluppo di regole di negoziazione, basate sui modelli storici dei prezzi. Sotto la forma "intermedia" di efficienza, i prezzi incorporano pienamente qualsiasi tipo di informazione a disposizione del pubblico - di conseguenza, l'analisi fondamentale diventa inutile. Infine, l'ultima forma di efficienza della EMH, la forma "forte", implica che i prezzi riflettono tutte le informazioni disponibili, tra cui le informazioni privilegiate non disponibili pubblicamente, con la conseguenza che diviene impossibile guadagnare rendimenti superiori.

In seguito sia grazie agli esiti di molti studi empirici della letteratura in finanza e contabilità, così come al monitoraggio delle capacità degli operatori di generare rendimenti superiori nel corso di un intervallo di tempo più lungo, i mercati dei capitali possono essere visti efficaci nella forma intermedia, in particolare i mercati azionari nei paesi sviluppati, come evidenziato da Spremann (2006)³⁶.

Così, dopo tutto, qual è il legame tra la value relevance e l'efficienza del mercato? In generale, la ricerca sulla value relevance deve solo presumere che

³⁴ T. COPELAND, J.F. WESTON, K. SHASTRI, "Financial Theory and Corporate Policy, 4th Edition, Addison-Wesley, Boston, MA, pp. 354, (2004).

³⁵ E.F. FAMA, "Foundations of Finance", *Basic Books*, New York, NY, (1976).

³⁶ K. SPREMANN, *Portfolio management, 3rd edition, Oldenbourg Munich*, Germany, Manuscript provided by the author, pp. 159 (2006).

i prezzi delle azioni riflettono il consenso degli investitori di mercato. Questa definizione non richiede sostanzialmente l'efficienza del mercato. Barth, Beaver & Landsman (2001)³⁷, affermano che la ricerca sulla value relevance non ha bisogno di assumere che i valori del mercato azionario sono reali o sono una misura imparziale dell'inosservabile valore intrinseco del patrimonio aziendale. Con l'ulteriore assunzione di efficienza del mercato, almeno nella forma intermedia, l'inferenza risultante si riferisce alla misura in cui le informazioni contabili in questione riflettono il vero valore sottostante³⁸.

Il modello utilizzato nello studio si basa sull' errore di misurazione. Assumendo l'efficienza del mercato, si impostano i valori del mercato azionario come punto di riferimento e si etichettano come "veri". In questo modo, i multipli derivanti, che simboleggiano l'informativa contabile, sono misurati con l'errore rispetto al benchmarking. I multipli con l'errore di misurazione più piccoli sono quelli con la maggior precisione di valutazione, e viceversa.

Di conseguenza, un piccolo errore di valutazione è associato ad alte prestazioni.

³⁷ M.E. BARTH, W.H. BEAVER, J.R.M. HAND, W.R. LANDSMANN, "Accruals, Accounting Based Valuation Models and the Prediction of Equity Values", *Working paper, Stanford University*, University of North Carolina at Chapel Hill, pp. 94-95, (2004).

³⁸ "anche se l'interpretazione dei risultati varia a seconda che l'efficienza del mercato si presume o no, non c'è modo di verificare se i prezzi delle azioni o le informazioni contabili utilizzate in un modello di valutazione dei valori intrinseci uguali perché i valori intrinseci sono osservabili".

1.4 I DESTINATARI DELL'INFORMATIVA DI BILANCIO

“Chi sono i potenziali destinatari dell'informativa contabile?”.

Essendo un quesito fondamentale, la risposta é altrettanto importante. Le informazioni ritenute rilevanti da questi soggetti influenzano i principi contabili adottati nella redazione del bilancio e la qualità dell'informativa contabile veicolata ai terzi. É necessario quindi determinare chi siano i potenziali destinatari, per poter successivamente identificare i loro scopi conoscitivi e se quest'ultimi sono correlati alla *value relevance*, definita nei paragrafi precedenti. Va precisato che, i principi, anche se incorporanti l'insieme di diverse culture, seguono un orientamento anglosassone, più precisamente statunitense³⁹. In quegli anni, era iniziata la crescita delle grandi società, che quotandosi nel mercato di capitali, innescavano il fenomeno delle “*Public Company*”, in cui tanti piccoli azionisti detenevano il capitale sociale. Oltre a questo fenomeno, vi era stata anche la necessità di affidare la gestione societaria a professionisti, le cui conoscenze permettevano di gestire una situazione di crescente complessità. Questi due fattori hanno portato ad avere un insieme di soci, titolari del capitale societario, ma senza controllo e sostanzialmente senza possibilità di reperire informazioni utili sulla situazione societaria. In questa situazione, caratterizzata quindi da una suddivisione del capitale e da una crescente complessità, il bilancio d'esercizio era l'unico strumento a disposizione dei soci per avere le informazioni necessarie. Vá ricordato che questi soggetti sono essenziali per l'impresa, poiché apportatori del capitale necessario per gli investimenti⁴⁰. Essi, non erano pertanto coinvolti direttamente nella gestione societaria e le loro scelte di investimento venivano determinate solo attraverso valutazioni comparative tra le possibili soluzioni disponibili. Donna⁴¹ (2001) definisce le “*public company*” come imprese in cui “*il grado di*

³⁹ E. VIGANÒ, “*L'economia aziendale e la ragioneria*”, CEDAM, Padova, (1996), illustra un curioso aneddoto, in cui l'acronimo IASC sarebbe International American Standards Committee e non come definito international Accounting Standards Committee.

⁴⁰ S. SARCONI, “La formazione del bilancio annuale. Disciplina giuridica e principi contabili nei loro tratti più significativi”, CEDAM, Padova, (2011).

⁴¹ G. DONNA, “Soggetto economico e modelli di governance”, McGraw Hill, Milano, (2001).

identificazione tra azionista e impresa raggiunge il livello minimo: per l'impresa, ogni singolo azionista è una figura marginale e anonima, per l'azionista, l'impresa rappresenta una realtà poco conosciuta e un'occasione di impiego del proprio capitale del tutto transitoria". Per le imprese, al contempo, diventava necessario fornire a questi soggetti tutte le informazioni necessarie, poiché da essi derivavano le fonti di finanziamento e le risorse necessarie per effettuare investimenti. Bozzolan⁴² (2005) indica che un soggetto deciderà di "investire in un'attività finanziaria solamente se ritiene di poter conseguire un rendimento adeguato al rischio sopportato". Svariati possono essere i fattori che condizionano l'informativa societaria nei mercati di capitali. Una delle componenti principali concerne la regolamentazione dell'informativa contabile. Le società, forniscono informazioni al pubblico o per loro scelta o perché soggette a norme che ne vincolano la pubblicazione. Secondo la cosiddetta "Decision – usefulness Theoretical Approach", di cui possiamo trovare gli scritti di numerosi Autori⁴³, il legislatore regola l'informativa societaria quando considera una determinata informazione basilare per gli investitori. In altre parole, gli utilizzatori devono poter trarre tutte le informazioni necessarie dal bilancio, anche qualora si trovassero in posizioni estranee o residuali alla società stessa, in modo da poter ridurre le asimmetrie informative, create dal frazionamento del capitale sociale.

Nel luglio 1989, lo IASB pubblicò il quadro sistematico (*framework*) dei principi contabili internazionali, approvato dallo IASC Board, (modificato successivamente nel 2010) dove identificava sette possibili potenziali utilizzatori⁴⁴: gli attuali ed i potenziali azionisti, i dipendenti, i finanziatori, i

⁴² S. BOZZOLAN, "Trasparenza informativa e mercato finanziario. Modelli e comportamenti di comunicazione volontaria", *McGraw Hill*, Milano, 2005.

⁴³ G. J. STAUBUS, "The Decision Usefulness Theory of Accounting: A Limited History", *Routledge Publishing Inc.*, (2000); G.P. ANTHONY, "Decision-usefulness in Accountancy: A Contribution to a Critical Theory of the Professions", University of Sheffield, (1984); R.J. CHAMBERS, "Accounting, Evaluation and Economic Behavior", *Prentice Hall*, Englewood Cliffs, New Jersey, (1996), ecc...

⁴⁴ *The IASB Framework was approved by the IASC Board in April 1989 for publication in July 1989, and adopted by the IASB in April 2001. Cap. 9: "The users of financial statements include present and potential investors, employees, lenders, suppliers and other trade creditors, customers, governments and their*

fornitori e altri creditori commerciali, i clienti, governi ed enti pubblici e i soggetti pubblici. Si trattava di una suddivisione molto estesa, di categorie di utilizzatori con caratteristiche differenti e di conseguenza con necessità informative discordanti. Per ovviare a questo problema, nel capitolo 10 del “vecchio” *framework*⁴⁵, veniva stabilito che sebbene tutte le esigenze informative di questi soggetti non potevano essere totalmente soddisfatte, vi erano al contempo delle esigenze comuni.

Essendo quindi gli azionisti, i fornitori di capitale di rischio per la società, un’informativa di bilancio che soddisfa le loro necessità, poteva anche soddisfare le maggiori esigenze informative degli altri utilizzatori.

agencies and the public. They use financial statements in order to satisfy some of their different needs for information. These needs include the following:

- (a) Investors. The providers of risk capital and their advisers are concerned with the risk inherent in, and return provided by, their investments. They need information to help them determine whether they should buy, hold or sell. Shareholders are also interested in information which enables them to assess the ability of the entity to pay dividends.
- (b) Employees. Employees and their representative groups are interested in information about the stability and profitability of their employers. They are also interested in information which enables them to assess the ability of the entity to provide remuneration, retirement benefits and employment opportunities.
- (c) Lenders. Lenders are interested in information that enables them to determine whether their loans, and the interest attaching to them, will be paid when due.
- (d) Suppliers and other trade creditors. Suppliers and other creditors are interested in information that enables them to determine whether amounts owing to them will be paid when due. Trade creditors are likely to be interested in an entity over a shorter period than lenders unless they are dependent upon the continuation of the entity as a major customer.
- (e) Customers. Customers have an interest in information about the continuance of an entity, especially when they have a long-term involvement with, or are dependent on, the entity.
- (f) Governments and their agencies. Governments and their agencies are interested in the allocation of resources and, therefore, the activities of entities. They also require information in order to regulate the activities of entities, determine taxation policies and as the basis for national income and similar statistics.
- (g) Public. Entities affect members of the public in a variety of ways. For example, entities may make a substantial contribution to the local economy in many ways including the number of people they employ and their patronage of local suppliers. Financial statements may assist the public by providing information about the trends and recent developments in the prosperity of the entity and the range of its activities”.

⁴⁵ *The IASB Framework was approved by the IASC Board in April 1989 for publication in July 1989, and adopted by the IASB in April 2001. Cap. 10: “while all of the information needs of these users cannot be met by financial statements, there are needs which are common to all users. As investors are providers of risk capital to the entity, the provision of financial statements that meet their needs will also meet most of the needs of other users that financial statements can satisfy”.*

Nel paragrafo 15⁴⁶ del *framework*, venivano invece indicate le decisioni economiche intraprese dai vari soggetti, in particolare indicava che gli utilizzatori del bilancio valutano la capacità della società di produrre flussi di cassa, valutano la tempistica e la sicurezza della loro manifestazione. Quest'ultima abilità determina, per esempio, la capacità di una società di remunerare i propri dipendenti e pagare i propri fornitori, rimborsare i prestiti e distribuire utili. Gli utilizzatori riescono maggiormente a valutare le capacità di generare flussi di cassa, se ricevono informazioni riguardanti la posizione finanziaria, le prestazioni e le eventuali variazioni intercorse.

E' necessario però evidenziare che lo IASB e il FASB, come annunciato precedentemente, il 28 settembre 2010 hanno pubblicato il "*Conceptual Framework for Financial Reporting*", rappresentante la prima fase del progetto di riesame del "vecchio" *framework*, in cui sono state apportate delle modifiche riguardanti i potenziali utilizzatori dell'informativa di bilancio. In particolare, nel capitolo primo "*The objective of general purpose financial reporting*", nel paragrafo OB2⁴⁷ viene specificato l'obiettivo generale dell'informativa, ovvero fornire informazioni finanziarie utili agli investitori attuali e potenziali, ai finanziatori e agli altri creditori, per le loro decisioni di investimento. Tali decisioni possono riguardare la vendita, l'acquisto o la detenzione azioni e strumenti finanziari, ed effettuare prestiti e altre forme di credito. Ciò

⁴⁶ *The IASB Framework was approved by the IASC Board in April 1989 for publication in July 1989, and adopted by the IASB in April 2001. Cap.15: "The economic decisions that are taken by users of financial statements require an evaluation of the ability of an entity to generate cash and cash equivalents and of the timing and certainty of their generation. This ability ultimately determines, for example, the capacity of an entity to pay its employees and suppliers, meet interest payments, repay loans and make distributions to its owners. Users are better able to evaluate this ability to generate cash and cash equivalents if they are provided with information that focuses on the financial position, performance and changes in financial position of an entity".*

⁴⁷ *Conceptual Framework for Financial Reporting*, IASB, (2010), cap. 1 *The objective of general purpose financial reporting* par. OB2: The objective of general purpose financial reporting is to provide financial information about the reporting entity that is useful to existing and potential investors, lenders and other creditors in making decisions about providing resources to the entity. Those decisions involve buying, selling or holding equity and debt instruments, and providing or settling loans and other forms of credit.

nonostante, molti soggetti non possono rivolgersi alle società per reperire le informazioni e si basano sostanzialmente sulla reportistica finanziaria⁴⁸.

I potenziali utilizzatori sono gli stessi descritti nel *framework* del 1989⁴⁹, ma con la differenza che non vi è nessuna suddivisione gerarchica tra essi.

Non ci sono, quindi, differenze sostanziali tra il “vecchio” *framework* e quello pubblicato nel 2010, poiché in entrambi, le informazioni derivano dalla capacità dell’impresa stessa di generare flussi di cassa, da cui derivano le decisioni di investimento dei soggetti coinvolti⁵⁰.

Sembra quindi doveroso chiedersi quali siano le caratteristiche di bilancio utili per soddisfare tali richieste informative.

Nel capitolo OB3⁵¹ del *Conceptual Framework for Financial Reporting*, vengono indicati le variabili che condizionano le scelte dei potenziali investitori, tra cui l’entità dei rendimenti, intesi come dividendi ed interessi sui pagamenti, le tempistiche, le prospettive future ed il rischio ad essi associato.

L’orientamento dei principi contabili internazionali sembra quindi focalizzarsi su un’idea prospettica di tipo finanziario, diretta alle necessità informative degli utilizzatori del bilancio. Per lo IASB e il FASB, questi soggetti vengono

⁴⁸ *Conceptual Framework for Financial Reporting*, IASB, (2010), cap. 1 *The objective of general purpose financial reporting* par. OB5: “Many existing and potential investors, lenders and other creditors cannot require reporting entities to provide information directly to them and must rely on general purpose financial reports for much of the financial information they need”.

⁴⁹ *Conceptual Framework for Financial Reporting*, IASB, (2010), cap. 1 *The objective of general purpose financial Reporting, Primary users* par. BC1.10: “Paragraph 9 of the Framework (1989) stated that users included ‘present and potential investors, employees, lenders, suppliers and other trade creditors’, (and later added advisers in the discussion of investors’ needs) all of which are intended to be encompassed by the phrase in paragraph OB2. Paragraph 9 of the Framework (1989) also included a list of other potential users such as customers, governments and their agencies, and the public, which is similar to the list in paragraph OB10 of those who may be interested in financial reports but are not primary users”.

⁵⁰ S. SARCONE, “*La formazione del bilancio annuale. Disciplina giuridica e principi contabili nei loro tratti più significativi*”, Cedam, Padova, (2011).

⁵¹ *Conceptual Framework for Financial Reporting*, IASB, (2010), cap. 1 *The objective of general purpose financial Reporting, Primary users* par. OB3: “Decisions by existing and potential investors about buying, selling or holding equity and debt instruments depend on the returns that they expect from an investment in those instruments, for example dividends, principal and interest payments or market price increases. Similarly, decisions by existing and potential lenders and other creditors about providing or settling loans and other forms of credit depend on the principal and interest payments or other returns that they expect. Investors’, lenders’ and other creditors’ expectations about returns depend on their assessment of the amount, timing and uncertainty of (the prospects for) future net cash inflows to the entity. Consequently, existing and potential investors, lenders and other creditors need information to help them assess the prospects for future net cash inflows to an entity”.

soddisfatti, qualora le informazioni ottenute permettono loro di determinare l'entità, l'arco temporale e i rischi connessi ai flussi di cassa che la società produrrà negli esercizi futuri. Anche nel nostro contesto italiano, l'utilizzo del bilancio come strumento di comunicazione esterna è aumentato nel corso degli anni.

1.5 LA VALUTAZIONE A FAIR VALUE E LA VALUTAZIONE A COSTO STORICO: CONFRONTO

Negli anni '90 ad oggi, sono stati effettuati molteplici studi sull'utilizzo *del fair value* come strumento di valutazione dei bilanci aziendali.

Questi studi possono essere distinti in due gruppi:

- 1) "*value relevance studies*": dove viene analizzata la "relevance" dei principi contabili internazionali sul mercato azionario, definendo il legame che intercorre tra i prezzi azionari delle società e le scelte degli investitori;
- 2) di "*confronto tra il fair value accounting e il criterio del costo storico*", determinando gli aspetti positivi e negativi dei due metodi.

L'economista Barth⁵² (1994) prendendo come riferimento un campione di banche, analizza il legame che intercorre tra i titoli dell'attivo, misurati al fair value e i prezzi di quotazione degli stessi. Il risultato dimostra l'evidente correlazione tra le variabili oggetto di analisi ed un valore incrementale, derivante dall'utilizzo del fair value come metodo di misurazione dei titoli azionari. In seguito Barth, Landsman e Wahlen (1995) evidenziano che gli utili netti bancari, misurati tramite i prezzi di mercato, sono maggiormente volatili rispetto a quelli determinati tramite il criterio del costo storico e che tale volatilità non è incorporata nei costi azionari delle medesime banche. Successivamente Barth, Beaver e Landsman⁵³ studiano come l'andamento dei prezzi di mercato delle banche sia riconducibile alla differenza tra le valutazioni a fair value previste dal principio contabile SFAS 107 (vigente in quel periodo) e i relativi valori di bilancio. Gli Autori considerano le 5 maggiori categorie di valori presenti nello stato patrimoniale bancario, ovvero i titoli, i depositi, i debiti a lungo termine, i mutui e i valori "esterni" al bilancio, desumendo che in base allo

⁵² M.E. BARTH, "Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks", *The Accounting Review*, vol. 69, pp.1-25, (1994).

⁵³ M.E. BARTH, W. H. BEAVER, W.R. LANDSMAN, "Value relevance of banks' fair value disclosures under SFAS n. 107", *Accounting Review*, vol. 1, pp. 513-537 (1996).

SFAS 107, i valori stimati al fair value sono più significativi rispetto a quelli stimati attraverso il criterio del costo storico, specialmente, i mutui, i titoli e i debiti a lungo termine. In dettaglio, i mutui contabilizzati al prezzo di mercato hanno un'elevata capacità informativa, anche se carente nel contesto dei tassi di rischio d'interesse e di default sostenuti dalle banche. In altre parole, si evidenzia completamente la relazione tra il mutuo e il suo relativo rischio di default e come i tassi di interesse possano influenzarne il valore.

Sono di parere opposto Eccher, Ramesh e Thiagarajan⁵⁴ (1996), che evidenziano come il costo storico rappresenti l'interpretazione dei prezzi di mercato del campione di riferimento, rispetto al fair value. Anche Cornett, Razaee e Tehranian⁵⁵ (1996) dimostrano che quando vi sono probabilità di incrementi (o decrementi) legati al fair value, vi sono correlati effetti anomali (abnormal return) negativi (o positivi) per il campione bancario di riferimento.

Nel corso degli anni si sono susseguiti ulteriori studi nelle ricerche sulla value relevance dei metodi di misurazione delle poste patrimoniali. Holthausen e Watts⁵⁶ (2001) mettono in discussione le analisi precedentemente condotte, evidenziando che tali ricerche non forniscono nessun contributo allo standard setter, poiché creano una dottrina descrittiva generale, ma hanno solo evidenziato le conseguenze generate.

Per Barlev e Haddad⁵⁷ (2003) il metodo di contabilizzazione dovrebbe essere determinato rispetto all'aiuto fornito all'amministrazione e in base alla capacità di far ottenere informazioni rilevanti agli utilizzatori nella risoluzione dei loro

⁵⁴ E. A. ECCHER, K. RAMESH, S.R. THIAGARAJAN, "Fair value disclosures by bank holding companies", *Journal of Accounting and Economics*, vol.11, pp. 79-117, (1996).

⁵⁵ CORNETT, REZAAEE, TEHRANIAN, "An investigation of capital market reactions to pronouncements on fair value accounting".

⁵⁶ R.W. HOLTHAUSEN, R.L. WATTS, "The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, pp. 3-75, (2001).

⁵⁷ B. BARLEV, J.R. HADDAD, "Fair value accounting and the management of the firm", *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 14, n. 1, pp. 383-415, (2003).

conflitti comuni. Gli Autori, sostengono che il fair value accounting si focalizza sul patrimonio e sulle sue variazioni. Mediante l'applicazione del metodo dei prezzi di mercato, ipotizzano un notevole controllo da parte degli stakeholders sui risultati della società e un maggior controllo dei rischi sul patrimonio da parte del management. Evidenziano inoltre, che il fair value accounting ha un ulteriore effetto positivo: motiverebbe l'amministrazione a comprendere ed apprendere il mercato, con lo scopo di renderlo maggiormente competente.

Freixas e Tsomocos⁵⁸ (2004), dimostrano che l'applicazione del metodo del fair value incrementa la volatilità dei profitti bancari e ne diminuisce l'accuratezza, poiché si fonda su valutazioni soggettive.

Landsman⁵⁹ (2006) analizzando i precedenti studi sulla fair value accounting, osserva determinati elementi che gli standard setter dovrebbero prendere in esame, tra cui valutare il modo per svelare le informazioni private dei manager, riducendone le tattiche di manipolazione dei valori economici e di capitale, valutare le metodologie per ridurre gli errori derivanti da misurazioni a fair value, incrementando l'utilità dei soggetti coinvolti e i vari metodi per aggiudicarsi gli incentivi da offrire all'amministrazione assicurandosi le giuste scelte d'investimento. L'Autore sottolinea che vi sono certezze sulla rilevanza del fair value accounting, in particolare nel fornire aiuto ai lettori di bilancio nelle scelte di investimento, ma valuta più cautamente la sua credibilità. O' Brien⁶⁰ (2005) confrontando la pubblicazione di Landsman (2006), sottolinea come il metodo del costo storico sia maggiormente attendibile, ma carente di rilevanza, particolarmente nei prezzi di mercato. Mediante test empirici analizza come il mercato valuta correttamente le stime del fair value accounting, allo scopo di definirne l'attendibilità.

⁵⁸ X. FREIXAS, D. TSOMOCOS, "Book vs. fair value accounting in banking, and intertemporal smoothing", *Oxford Financial Research Centre working paper*, (2004).

⁵⁹ W.R. LANDSMAN, "Fair value accounting for financial instruments: some implications for bank regulation", *BIS working papers*, (2006).

⁶⁰ J. O' BRIEN, "Relevance and reliability of fair values: discussion of issues raised" in Landsman W.R. "Fair value accounting for financial instruments: some implications for bank regulation", *BIS working papers*, (2006).

Allen e Carletti⁶¹ (2007) evidenziano l'eventualità che la valutazione a prezzi di mercato, influisca negativamente tra istituti bancari ed assicurativi ed in situazioni di crisi finanziaria (come l'odierna) potrebbe portare alcune banche ad essere insolventi, che non lo sono e non lo sarebbero state con il criterio del costo storico. Questa situazione viene riscontrata quando il mercato si trova in situazione di illiquidità, anche se vi sono prezzi continui, l'incontro tra domande e offerte ulteriori, determina cambiamenti rilevanti nei prezzi. In altre parole, valori poco elevati nell'attivo dello stato patrimoniale, potrebbero stimolare l'amministrazione a focalizzarsi sulla creazione della liquidità, invece che sui futuri flussi di cassa che verranno generati. L'unica soluzione possibile, in situazioni di crisi finanziaria è la sospensione del fair value accounting stesso. L'anno successivo, in un'ulteriore pubblicazione Allen e Carletti⁶² (2008), sottolineano che il metodo del fair value dovrebbe essere adottato in situazioni di liquidità dei mercati e quindi quando non vi è crisi economica, in particolare quando i prezzi dell'attivo non sono soggetti a crolli, dovuti dalle diverse aspettative dei futuri flussi di cassa. Gli Autori evidenziano inoltre, che il metodo del costo storico appare peggiore rispetto al fair value accounting quando vi sono decrementi dei prezzi delle azioni, ma risulta migliore quando c'è illiquidità e situazioni di crisi economica.

Altri Autori⁶³ evidenziano che, mentre il criterio del costo storico determina alcune inefficienze, il metodo del fair value potrebbe svilire le informazioni sui prezzi e quindi portare a scelte sub-ottimali. Ribadiscono che con il metodo dei prezzi di mercato vi è una maggiore rilevanza e percezione del rischio adottato dalla società.

⁶¹ F. ALLEN, E. CARLETTI, "Mark-to-market accounting and liquidity pricing", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 45, n.1, pp. 358-378, (2007).

⁶² F. ALLEN, E. CARLETTI, "Should financial institutions mark to market?" *Banque de France Financial Stability Review*, October (2008).

⁶³ G. PLATIN, H. SAPRA, H.S. SHIN, "Marking-to-market: panacea or Pandora's box?", *Journal of Accounting Research*, vol. 46, n.21, pp. 435-460, (2008).

Laux e Leuz⁶⁴ (2009) sostengono che il fair value accounting è la metodologia più rapida per riconoscere le perdite realizzate, vincolando le banche ad eseguire tutte le misure necessarie e rendendo difficoltoso per esse nascondere eventuali potenziali problemi, che ignorati porterebbero a problemi e difficoltà successive. Questi Autori, come altri già descritti, riconoscono la volatilità delle stime a fair value in periodo di basse fluttuazioni del mercato azionario e l'effetto negativo creato nei periodi di crisi finanziaria. Questo problema dovrebbe essere risolto attraverso una regolamentazione prudenziale o attraverso il sistema contabile. Per gli Autori, la soluzione migliore è una regolamentazione prudenziale, poiché accetta il fair value accounting come base di partenza, a differenza della seconda soluzione che ne prevede invece la non applicazione e la contabilizzazione a valori contabili (come evidenziato da altri economisti). Per essi l'attuale situazione di crisi generale, potrebbe essere stata aggravata per difficoltà di trasparenza finanziaria (particolarmente nel settore bancario), anziché per "overreaction" del fair value. Mediante l'applicazione del criterio del costo storico, l'amministrazione detiene un vantaggio informativo e questo comporta maggiori problemi nella una gestione societaria, poiché vi sarà sempre il rischio di "free reeding"⁶⁵. Per gli Autori, le società potrebbero ottenere risultati positivi attraverso una maggiore conoscenza informativa dei manager, solo qualora non vi fossero asimmetrie informative, ovvero quando tutti i soggetti dispongano del medesimo set informativo.

Penman⁶⁶ (2006) si pone due quesiti: qual è la capacità del fair value di rappresentare il valore societario all'investitore e come applicare tale

⁶⁴ C. LAUX, C. LEUZ, "The crisis of fair value accounting: making sense of the recent debate", *Accounting, Organisations and Society*, vol. 34, pp. 826-834, (2009).

⁶⁵ L'amministrazione potrebbe beneficiare di queste informazioni e manipolare i dati contabili, al fine di trarne un vantaggio per proprio uso e comodo. Per esempio potrebbe nascondere eventuali inefficienze e perdite di bilancio causati dalla propria non corretta gestione.

⁶⁶ S. PENMAN, "Financial Reporting Quality: Is Fair Value a Plus o a Minus?", *Paper for presentation at the information for Better Markets Conference Institute of Chartered Accountants in England and Wales*, December 18th-19th (2006).

metodologia alle poste di stato patrimoniale. Effettua un confronto tra gli aspetti positivi e negativi derivanti dall'utilizzazione del fair value.

Nelle situazioni in cui, gli investitori determinano il valore societario attraverso i prezzi di mercato, il fair value accounting porta a risultati positivi. Tra gli aspetti negativi, l'Autore evidenzia invece, la possibilità dell'esistenza di bolle finanziarie nel bilancio, la manipolazione delle informazioni e la possibile divergenza tra i valori dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale (causata dall'utilizzo di diversi metodi valutativi).

Penman non cerca di determinare quale sia la metodologia valutativa migliore, poiché consapevole delle caratteristiche ed applicazioni diverse. Per l'Autore il criterio del costo storico è il migliore nella previsione dei profitti e focalizza l'attenzione degli utilizzatori sul conto economico, a differenza del fair value che la pone sullo stato patrimoniale. In altre parole, secondo il costo storico il valore societario viene determinato dalla redditività e non dai cambiamenti che intercorrono nei valori patrimoniali. Per di più, tale metodologia non prevede l'iscrizione in bilancio del valore dei ricavi attesi, ma identifica solo i benefici che derivano dall'incremento di valore dei beni oggetto di trattativa. Sostiene che l'applicazione del fair value accounting dovrebbe essere resa possibile solo quando i prezzi sono osservabili.

In conclusione, non è possibile stabilire quale sia lo standard contabile di migliore applicazione. Si evidenzia che entrambe le metodologie offrono vantaggi e svantaggi in base al contesto cui sono applicate e nell'arco temporale in cui vengono realizzate le valutazioni.

1.6 IL PRINCIPIO DI PRUDENZA (*CONSERVATISM*)

Il bilancio anche nel nostro Paese ha assunto progressivamente una funzione informativa, dovendo soddisfare le esigenze cognitive dei vari utilizzatori.

Un'informativa di bilancio *value relevant*, come descritto nei paragrafi precedenti, fornendo informazioni rilevanti aiuta i lettori del bilancio, ma al contempo si pone in contrasto con altre caratteristiche qualitative di esso.

Negli ultimi anni, è stato trattato diffusamente il fatto circa l'eventualità che la *value relevance* possa essere in contrasto con il principio di prudenza, o come conosciuto a livello internazionale con il "*conservatism*".

Il *conservatism* è uno dei principi storici utilizzati nella redazione del bilancio d'esercizio. L'economista Basu⁶⁷ (2007), nel suo lavoro prende come riferimento una pubblicazione del 1712 scritta da J. Savary⁶⁸, dove veniva menzionata l'applicazione in linea generale di tale principio, prevedendo l'iscrizione delle perdite presunte, ma non degli utili sperati. La stessa pubblicazione viene presa come riferimento da Arkturk e Senol⁶⁹ (2008) che aggiungono che non è possibile identificare le origini di tale principio, dal momento precede la conoscenza del reddito e delle tasse.

Altri Autori⁷⁰ evidenziano che già nel medioevo vi sono tracce dell'applicazione di esso.

Come già precedentemente evidenziato per la *value relevance*, anche per il *conservatism* non esiste una definizione univoca, poiché sono molteplici le interpretazioni.

⁶⁷ S. BASU, "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, n.1, pp. 3-77, (2007).

⁶⁸ Jaques Savary (1622-1690), fù il principale autore dell'ordinanza del governo francese che richiedeva ad ogni mercante e banchiere la tenuta scritta delle loro transazioni in un libro firmato da un pubblico ufficiale e di preparare inventari semiannuali di tutte le loro proprietà fisse e mobili e di tutti i loro debiti e pagamenti.

⁶⁹ A. AKTURK, H. SENOL, "Conservatism concept in accounting and a search on companies traded in ise public industrial index", University of Suleyman Demirel, Turkey, (2008).

⁷⁰ This section summarizes longer histories of accounting conservatism and conservatism research in Watts and Zimmerman (1986), Basu (1995, Appendix A), Watts (2003a, 2003b) and Lin (2004, Chapter II).

Per Devine⁷¹ (1963) la definizione, più ampiamente seguita in America, richiede l'iscrizione anticipata degli oneri o delle perdite, mentre la rilevazione dei ricavi segue la regola inversa. L'Autore⁷² ritiene questo approccio corretto, ma non adeguato: "dev'essere formulata una definizione più generale in termini di attività dirette ad uno scopo "multidirezionale" e in termini di aspettative indotte nelle menti di coloro che esercitano tali attività".

Per Devine una discussione sul principio di prudenza in primo luogo deve identificare gli utenti delle informazioni contabili, specificando le loro esigenze e effettuando così una revisione iniziale dell'intero campo contabile. In altre parole, la contabilità dovrebbe fornire informazioni utili, affidabili, e tempestive agli utenti meritevoli che ne necessitano. L'Autore specifica che le informazioni contabili hanno un determinato campo di influenza, e all'interno di questo dovrebbero stimolare le reazioni considerate più vantaggiose. Le reazioni desiderabili, presumibilmente, sono quelle che tendono ad aiutare gli utenti meritevoli a raggiungere i loro obiettivi e a risolvere più efficacemente i loro problemi.

Per Roychowdhury e Watts⁷³ (2007) la funzione del bilancio consiste nel fornire informazioni agli investitori sulla situazione patrimoniale disponibile, non sul valore economico della società⁷⁴. Per gli Autori, il bilancio dovrebbe informare i soggetti sul valore delle attività materiali ed immateriali, al netto delle relative passività. Essi suddividono il valore societario in quattro componenti di valore: NAH "net assets at historical cost", RNA "verifiable and recognized increases in value of separable net assets", UNA "unverifiable increases in value of

⁷¹ C. DEVINE, "The role of conservatism reexamined", *Journal of Accounting Research*, Autumn 63, vol. 1, issue 2, pp. 127-138, (1963).

⁷² C. DEVINE, "The role of conservatism reexamined", *Journal of Accounting Research*, Autumn 63, vol. 1, issue 2, pp. 128: "a more general definition needs to be formulated in terms of goal-directed activities in many directions and in terms of expectations induced in the minds of those who carry on such activities".

⁷³ S. ROYCHOWDHURY, R.L. WATTS, "Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, n. 1-2, pp. 2-31, (2007).

⁷⁴ S. ROYCHOWDHURY, R.L. WATTS, p.6: "the role of accounting is to report the market value of net assets available for interim distributions to claimants, not the ev of the firms".

separable net assets” e Rents. Il termine “rents” viene utilizzato per indicare i rendimenti superiori negli investimenti, ovvero dei sovraredditi che attualizzati permettono di determinare il valore dell’avviamento. Il primo livello, assume valore pari a zero, poiché rappresenta il patrimonio societario determinato attraverso il criterio del costo storico e questo valore può variare solo attraverso una svalutazione delle attività, quando il loro valore corrente è inferiore al costo storico.

Se al primo livello, si aggiunge l’incremento del valore dei beni negoziati in un mercato attivo, stimandone il valore corrente, si ottiene il livello denominato RNA. In esso non si fa più riferimento al criterio del costo storico, ma bensì al fair value accounting, di cui si è già accennato nei paragrafi precedenti. Gli Autori citano l’esempio dei titoli detenuti dalla società, che negoziati nei mercati attivi, vengono valutati al fair value.

Il terzo livello, è caratterizzato dall’incremento del valore di quei beni, la cui entità non può essere determinata, poiché non vi sono mercati attivi dove possono essere negoziati. Fanno parte di questa tipologia i beni immateriali, in particolare i brevetti.

Se infine, viene sommato anche il valore delle rents, che come ricordato precedentemente assumono il significato di avviamento, troviamo il valore societario, ovvero l’*equity value (EV)*.

Tuttavia per Roychowdhury e Watts, l’obiettivo del bilancio è di fornire informazioni sulla situazione patrimoniale, non sul valore d’impresa e pertanto prendono come riferimento il penultimo livello, dove viene stimato il *net asset value (NAV)*, ovvero l’insieme di tutte le attività materiali ed immateriali.

Definiscono il *conservatism* come la differenza tra il valore societario (EV) e il valore del patrimonio netto iscritto in bilancio, che assume la connotazione di *net asset conservatism (NAC)*⁷⁵.

Secondo Givoly, Hayn e Natarajan⁷⁶ (2007) è sorprendente che non esista nessuna definizione autorevole del *conservatism*, nonostante il suo ruolo

⁷⁵ S. ROYCHOWDHURY, R.L. WATTS, p.10: “if the objective accounting is to report NAV, the reported book value equals NAB, the verifiable portion of NAV, and true conservatism equals NAC”.

centrale nella teoria e nella prassi contabile. Evidenziano che l'unica definizione ufficiale è quella indicata nello "Statement of Concepts n. 2" del FASB, che lo descrive come "una reazione prudente per cercare di garantire che l'incertezza e i rischi insiti in situazioni di business vengano adeguatamente considerati". Gli Autori considerano il principio di prudenza come la differenza tra il valore di mercato e il valore patrimoniale iscritto in bilancio. Identificano tre fonti del *conservatism*: la prima, chiamata C1, riguarda la mancata iscrizione in bilancio del valore attuale degli investimenti e i successivi aumenti di valore delle attività che ne derivano, la seconda, denominata C2, è la minimizzazione delle attività dell'impresa iscritte in bilancio e la terza, C3, riguarda l'iscrizione delle perdite presunte, ma non degli utili stimati.

Con riferimento a questa elencazione, appare in modo evidente che per Givoly, Hayn e Natarajan, il *conservatism* riguarda anche la mancata iscrizione del valore attuale degli investimenti, che genereranno aumenti di valore negli esercizi futuri. Anche Ryan⁷⁷ (2006), d'accordo con Beaver definisce il *conservatism* come "una sottosvalutazione media del valore contabile delle attività nette rispetto al loro valore di mercato". Pertanto identifica la differenza tra il valore economico societario e il valore del suo patrimonio iscritto in bilancio ed include nella nozione del principio di prudenza anche quei valori non iscritti in bilancio, tra cui le "rents" individuate da Roychowdhury e Watts.

Anche Easton e Pae⁷⁸ (2004) evidenziano due fattori chiave del *conservatism*, il primo deriva dal fatto che la contabilità non registra gli effetti positivi dei progetti di investimento fino a quando non si verificano i relativi futuri ricavi; il secondo nasce dal fatto che le norme, le scelte e le procedure contabili (quali per esempio l'ammortamento) possono portare ad una sottovalutazione del patrimonio e del risultato d'esercizio. Per essi è fondamentale la mancata

⁷⁶ D. GIVOLY, G.K. HAYN, A. NATARAJAN, "Measuring Reporting Conservatism", *The Accounting Review*, vol. 82, n.1, 65-106, (2007).
⁷⁷ S.G. RYAN, "Identifying Conditional Conservatism", *European Accounting Review*, vol. 15, n. 4, pp. 511-525, (2006).

⁷⁸ P.D. EASTON, P. PAE, "Accounting Conservatism and the Relation between Returns and Accounting Data", *Review of Accounting Studies*, vol, 9, n. 4, (2004).

iscrizione dei progetti di investimento, con cui le imprese si aspettano di beneficiare dei futuri guadagni. Utilizzando la regressione di Easton e Harris⁷⁹ (1991) e apportando delle modifiche in termini di variazioni delle attività operative ed investimenti, effettuano delle analisi empiriche su un campione di 54.313 società osservate negli anni tra il 1988 e il 2002 ed evidenziano l'esistenza di entrambi i due fenomeni del conservatism. Effettuano inoltre, analisi specifiche per ogni tipologia di settore, rilevando i diversi gradi di variabilità del principio ed identificando particolarmente soggetto il settore farmaceutico.

Zhang⁸⁰ (2000), d'accordo con la tesi formulata di Feltham e Ohlson (1995), identifica come definizione di conservatism, *“la differenza del valore contabile di una società con il suo valore di mercato”*. Per l'Autore⁸¹ la contabilità conservativa si focalizza sulla *“distorsione sistematica”* del valore contabile, poiché il principio di prudenza influenza l'impostazione e l'attuazione dei principi contabili. Questi, per esempio, non riconoscono i benefici derivanti dalle attività di R&S e la svalutazione delle immobilizzazioni. Inoltre, facendo riferimento alla pubblicazione di Basu (1997), aggiunge che le norme contabili richiedono il riconoscimento anticipato delle perdite non realizzate, a differenza dei guadagni, diffondendo così informazioni negative più velocemente rispetto a quelle positive.

Le pubblicazioni dei differenti Autori tendono ad evidenziare la definizione di conservatism come la differenza tra il valore economico e il valore contabile del

⁷⁹ P.D. EASTON, T.S. HARRIS, “Earnings as an Explanatory Variable for Returns”, *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n. 1, (1991).

⁸⁰ X. ZHANG, “Conservative Accounting and equity valuation”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, n. 1, pp. 125.149, (2000).

⁸¹ X. ZHANG, “Conservative Accounting and equity valuation”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, n. 1, pp. 131: *“The above definition of conservative accounting focuses on the systematic bias in book value. Such bias is introduced by the principle of conservatism which affects the setting and implementation of accounting standards. Conservative accounting standards include, for example, not recognizing the benefits of R&D and rapid depreciation of fixed assets. In addition, accounting rules such as lower of cost or market require early recognition of unrealized losses, causing earnings to reflect &bad news' more quickly than &good news'. This aspect of conservative accounting is emphasized in Basu (1997)”*.

patrimonio della società, con l'unica eccezione proposta da Roychowdhury e Watts che ne esclude le "rents".

1.6.1 L' EFFETTO DEL CONSERVATISM SULLA VALUE RELEVANCE

Un argomento condiviso dai vari studiosi⁸² riguarda l'applicazione del principio del conservatism e l'effetto di questo sulla value relevance. In particolare la sistematica sottosvalutazione delle poste di bilancio. Infatti, il conservatism tende a sottosvalutare il patrimonio netto dell'impresa (equity) rispetto al suo valore economico (Watts 2003).

Sebbene sono stati riscontrati aspetti positivi⁸³ nell'applicazione di questo principio, nel *framework* del 2010, il *conservatism* non è stato incluso tra i principi previsti nella redazione del bilancio d'esercizio⁸⁴.

La motivazione di questa esclusione deriva dal fatto che spesso le attività e le passività sono valutate in un contesto di incertezza. Storicamente, i manager, gli investitori e i commercialisti hanno preferito che eventuali errori di misurazione venissero sottostimati, piuttosto che sopravvalutare il reddito o il patrimonio.

Il *conservatism* tende ad sottosvalutare le poste di bilancio, per poi rivalutarle negli esercizi futuri. In altre parole, il principio non consente nell'esercizio in corso di fornire informazioni, che pur essendo value relevant per gli utilizzatori, non hanno le caratteristiche richieste per poter essere iscritte nei prospetti del

⁸² W.H BEAVER, S.G. RYAN, "Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling", *Review of Accounting Studies*, vol. 10, n.2-3, (2005); A. BELKAOUI, "Accounting Theory, New York, Second Edition, (1985).

⁸³ Q. CHEN, T. HEMMER, Z. YUN, "On the Relation between Conservatism in Accounting Standards and Incentives for Earnings Management", *Journal of Accounting Research*, vol. 45 No. 3 (2007); L. R. WATTS "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications", *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 3, pp. 207-221 (2003).

⁸⁴ FASB, "Statement of Concepts n.2, Qualitative Characteristics of Accounting Information", par. 91-97, (1980). 91. "To quote APB Statement 4: Frequently, assets and liabilities are measured in a context of significant uncertainties. Historically, managers, investors, and accountants have generally preferred that possible errors in measurement be in the direction of understatement rather than overstatement of net income and net assets. This has led to the convention of conservatism." 92. "There is a place for a convention such as conservatism (meaning prudence) in financial accounting and reporting, because business and economic activities are surrounded by uncertainty, but it needs to be applied with care. Since a preference "that possible errors in measurement be in the direction of understatement rather than overstatement of net income and net assets" introduces a bias into financial reporting, conservatism tends to conflict with significant qualitative characteristics, such as representational faithfulness, neutrality, and comparability (including consistency). To be clear about what conservatism does not mean may often be as important as to be clear about what it means".

bilancio. Quindi, seppur non vietando al bilancio di svolgere la propria funzione informativa, ne limita l'applicazione e quindi di conseguenza, minori saranno le scelte di investimento, più difficile sarà la sopravvivenza e lo sviluppo dell'azienda stessa. Per esempio, una società che stipula un contratto dal quale saranno previsti dei benefici economici futuri, non potrà iscriverne nell'anno stesso gli effetti positivi, ma dovrà aspettare di farlo negli esercizi in cui verranno realizzati i relativi ricavi. Pertanto i benefici economici verranno evidenziati in ritardo rispetto al momento in cui si manifesteranno.

Pertanto, gli investitori verranno a conoscenza di questa informazione "value relevant", solamente quando l'azienda inizierà a percepire i ricavi relativi al contratto, non nel momento della stipula.

In aggiunta, agli aspetti sfavorevoli derivanti dall'applicazione del principio di prudenza, possiamo evidenziare che, non permette una corretta rappresentazione delle risorse intangibili d'impresa. Questi beni immateriali troveranno la loro rappresentazione in bilancio solamente al momento della vendita del bene o all'ottenimento dei ricavi derivanti dal possesso del bene stesso.

Bisogna evidenziare, che oltre all'esistenza di fattori negativi che condizionano la value relevance, vi sono anche aspetti positivi del conservatism, che contribuiscono al miglioramento dell'informativa di bilancio.

Il bilanci redatti utilizzando il principio di prudenza vengono identificati dagli investitori come maggiormente affidabili e la loro valenza informativa maggiore rispetto a quei bilanci che vengono predisposti utilizzando stime e probabili valori di realizzo.

Park, Wilcox e Berry⁸⁵ (2011), verificano l'effetto del principio di prudenza sul valore societario, utilizzando il modello di Feltham e Ohlson (1995) che comprende sia le componenti economiche che quelle patrimoniali. I risultati ottenuti evidenziano che i manager delle società sottovalutate tendono ad

⁸⁵ Y. PARK, W. WILCOX, K.T. BERRY, "Does Conservatism affect the value relevance of discretionary accounting disclosure?" *Proceedings of ASBBS*, vol. 18, n. 1 (2011).

espandere volontariamente l'informativa contabile per correggere la sottovalutazione del mercato. Inoltre, la reazione del mercato all'aumento dei livelli informativi è maggiore quando il mercato percepisce la gestione societaria come prudentiale. E' dello stesso avviso anche Watts⁸⁶ (2003) che ritiene maggiormente utili per gli investitori, i bilanci stimati con un approccio conservativo, rispetto a quei bilanci cui i valori sono soggetti a stime di incerta ed insicura quantificazione.

Ahmed, Morton e Schaefer⁸⁷ (2000) affrontano gli effetti della contabilità prudentiale in materia di valutazione d'impresa prendendo anch'essi come riferimento il modello di Feltham e Ohlson (1995). Evidenziano una relazione positiva tra le misure base del principio e il peso della valutazione delle attività operative, dimostrando che l'informativa finanziaria conservativa influenza la valutazione di mercato dei beni strumentali.

Un secondo fattore positivo viene identificato da Penman⁸⁸ (2009) che si focalizza sulla rappresentazione nello stato patrimoniale delle attività immateriali. Per l'Autore, anche se queste attività non vengono iscritte, una parte dell'informazione può essere acquisita mediante il conto economico, che rappresenta gli oneri relativi all'utilizzo di esse.

In questo contesto non è possibile evidenziare se il principio del conservatism abbia un effetto negativo o positivo sulla value relevance, perché come descritto nelle pagine precedenti può portare all'omissione di informazioni ritenute rilevanti, ma al contempo rende il bilancio maggiormente attendibile per gli investitori.

⁸⁶ R.L WATTS, "Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities", *Accounting Horizons*, vol. 17, n. 4, pp. 287-301, (2003b).

⁸⁷ A. AHMED, R. MORTON, T. SCHAEFER, "Accounting Conservatism and the Valuation of Accounting Numbers: Evidence of the Feltham e Ohlson (1996) Model", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 15, pp. 271-294, (2000).

⁸⁸ S.M. PENMAN, "Accounting for Intangible Assets: there is also an Income Statement", *Abacus*, vol. 45, n. 3, pp. 358-371, (2009).

CAPITOLO 2: I MODELLI EMPIRICI PER GLI STUDI SULLA VALUE RELEVANCE DEL BILANCIO D'ESERCIZIO

2.1. I MODELLI PER GLI STUDI SULLA VALUE RELEVANCE

I modelli utilizzati per studiare la value relevance possono essere ricondotti a due gruppi fondamentali:

1. I “*price models*”, ovvero i modelli che studiano ed analizzano come i prezzi di mercato sono in relazione con le informazioni disponibili di bilancio;
2. I “*return models*”, ovvero i modelli che studiano ed analizzano il rapporto tra una variazione dei prezzi di borsa e i valori di bilancio, sempre nel contesto della value relevance.

In tali modelli il reddito residuale x_t^a viene sostituito dal risultato d'esercizio, allo scopo di eliminare gli errori di misurazioni che sorgono nella stima del corretto costo del capitale di rischio.

Per Kothari e Zimmerman⁸⁹ (1995) una logica razionale economicamente intuitiva suggerisce che i modelli di prezzo sono caratterizzati da coefficienti stimati imparziali. I risultati ottenuti dai loro test empirici ne confermano l'imparzialità. Tuttavia, i return models provocano minori problemi econometrici rispetto agli altri modelli. Gli Autori affermano inoltre, che in alcune ricerche l'utilizzo combinato di entrambi i modelli può essere utile. In particolare, evidenziano il bisogno di verificare la concordanza dei risultati ottenuti dall'applicazione degli stessi.

Identificano i modelli come segue:

Price model: $P_t = \alpha + \beta X_t + \varepsilon_t$

Return model: $P_t/P_{t-1} = x + \beta X_t/P_{t-1} + \varepsilon_t$

⁸⁹ S.P. KOTHARI, J.L. ZIMMERMAN, “Price and return models”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, n. 2, pp. 123-225, (1995)

Dove:

- ✓ P_t è il prezzo del dividendo al tempo t ;
- ✓ X_t sono gli utili ottenuti nel periodo t ;
- ✓ α e β sono i coefficienti di intercetta e pendenza;
- ✓ ε_t è il termine d'errore.

Nei Price Models, il modello cardine utilizzato è quello di Ohlson⁹⁰ (2001), di cui sono susseguite varie elaborazioni nel corso degli anni. Questo modello è divenuto di fondamentale importanza perchè ha permesso di mettere in relazione il valore di mercato di una società con le due maggiori grandezze del bilancio, il patrimonio netto e il reddito. Per i Return Models, il modello che viene preso come riferimento è quello di Easton e Harris⁹¹ (1999).

La nascita di due differenti modelli utilizzati negli studi della value relevance delle informazioni contabili, ha generato un dibattito a livello internazionale⁹², sulla possibilità di ottenere una minor distorsione dei risultati empirici ottenuti. In particolare, non è possibile dimostrare quale dei due modelli sia preferibile o in maggior misura corretto rispetto all'altro, anche elencandone i pregi e difetti.

Nei capitoli successivi verranno approfonditi i modelli sopra citati, al fine di annoverare la formazione e i risultati ottenuti dalla loro applicazione.

⁹⁰ J.A. OHLSON, "Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective", *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 661-687, (2001).

⁹¹ P.D. EASTON, T.S. HARRIS, "Earnings as an Explanatory Variable for Returns", *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n. 1, (1999).

⁹² M.E. BARTH, W.H. LANDSMAN (2001), op. cit; S.P. KOTHARI, J. ZIMMERMAN (1995) op. cit; W.R. LANDSMAN, J. MAGLIOLO, "Cross-sectional capital market research and model specification", *The Accounting Review*, vol .61 (1986).

2.2 IL MODELLO DI OHLSON

J.A. Ohlson nel 1995, pubblicò lo scritto “*Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation*” nella rivista *Contemporary Accounting Research*, in cui introduceva e spiegava un modello, che successivamente venne preso come riferimento da molti altri Autori⁹³, formulandone diverse elaborazioni. Questo modello, non aveva come scopo la formulazione di un’equazione per gli studi sulla value relevance, ma bensì di analizzare la funzione del reddito d’esercizio, del patrimonio netto e dei dividendi per determinare il valore societario.

Il suo pregio consiste nel porre in relazione il valore di mercato di una società con le due maggiori grandezze del bilancio, il patrimonio netto e il reddito, mediante una media aritmetica ponderata. Potrebbe anche essere visto come una riformulazione evoluta del metodo misto patrimoniale-reddituale utilizzato nelle valutazioni d’impresa, in cui gli input presi in considerazione sono sia grandezze economiche, sia grandezze patrimoniali.

Si possono identificare due gruppi di studi che hanno riformulato questo modello. Il primo comprende tutte quelle pubblicazioni che hanno tentato di avvalorare empiricamente le assunzioni di Ohlson applicando i modelli teorici alle imprese quotate, con l’obiettivo di verificare l’esistenza di una possibile relazione tra valori empirici e modelli teorici. Il secondo confronta i risultati empirici ottenuti con altri modelli di valutazione.

Nella formulazione del suo modello, Ohlson pone come principio base che il valore di una società è uguale al valore attuale dei dividendi futuri: considerando un’economia neutrale al rischio, ogni investimento può essere identificato dal valore attuale dei suoi flussi netti, quali per esempio i dividendi

⁹³ P.M. DECHOW, A.P. HUTTON, R.G. SLOAN, “An Empirical assessment of the residual income valuation model”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, pp. 1-34, (1999); S.H. PENMAN, T. SOUGIANNIS, “A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, pp. 343-383, (1998); J. FRANCIS, P. OLSSON, D.R. OSWALD, “Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates”, *Journal of Accounting Research*, vol. 38, pp. 45-70, (2000); J. LIU, D. NISSIM, J. THOMAS, “Equity valuation using multiples”, *Journal of Accounting Research*, vol. 40, pp.136-172, (2002); ecc.

percepiti dei soci, al netto degli eventuali versamenti di capitali effettuati nel corso degli esercizi.

L'Autore riconduce la prima ipotesi alla seguente relazione⁹⁴:

(A1) (PVED)

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t [d_t + \tau]$$

Dove:

P_t = il valore di mercato, o market value, del patrimonio netto della società alla data t ;

d_t = dividendi netti pagati alla data t ;

$R_f^{-\tau}$ = uno o più tassi privi di rischio;

$E_t [d_t + \tau]$ = il valore atteso, sulla base delle informazioni disponibili al tempo t .

Il modello consente alla variabile d_t di assumere anche valori negativi, in quanto nel corso degli esercizi, ai soci può essere chiesto un ulteriore apporto di capitale.

Per quanto riguarda il tasso di attualizzazione, Ohlson nella formulazione del modello ipotizza un tasso di rendimento free-risk, ovvero sugli investimenti privi di rischio, ma nella prassi il tasso atteso dagli investitori contiene anche una componente che valorizza il premio per il rischio. Pertanto, se il tasso free-risk è comune per ogni tipologia di impresa, in quanto non dipende dalle caratteristiche delle stesse, il premio per il rischio, varia da impresa ad impresa, essendo connesso al rischio insito in ognuna.

L'Autore per risolvere questo problema, ipotizza una situazione di neutralità al rischio, situazione che permette di attribuire al tasso di attualizzazione un tasso free-risk, unico per tutte le società, semplificando il modello e fornendone una più facile comprensione.

⁹⁴ J.A. OHLSON, "Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective", *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 666: "Consider an economy with risk neutrality and homogenous beliefs. The market value of the firm then equals the present value of future expected dividends. (A subsequent section generalizes for risk aversion.) Given further that the interest rates satisfy a nonstochastic and flat term structure, the first assumption reduces to..."

A tale assunto ha successivamente associato il principio del *clean surplus*, ovvero che tutte le variazioni di capitale siano imputate a conto economico, con l'eccezione delle transazioni fra la società e i suoi investitori (dividendi o aumenti di capitale).

Con la *clean surplus relation* vengono descritte le cause delle variazioni del patrimonio netto aziendale nel corso del tempo.

La *clean surplus relation* può essere sintetizzata dalla seguente relazione:

(A2)

$$y_{t-1} = y_t + d_t - x_t$$

Dove:

y_{t-1} = il patrimonio netto al tempo t-1;

y_t = il capitale al termine del periodo t;

d_t = le transazioni effettuate (se non vi sono distribuzioni o versamenti di capitale dovrebbe coincidere con i dividendi erogati nell'esercizio);

x_t = il reddito nel periodo t.

L'Autore ipotizza che la distribuzione nel corso dell'esercizio di un dividendo comporterà una riduzione del patrimonio netto che non avrà influenza sul reddito d'esercizio, ma sui redditi degli esercizi futuri. In altre parole, una diminuzione di capitale, causerà un decremento delle risorse aziendali disponibili e di conseguenza influenzerà gli investimenti, i cui effetti saranno visibili solo negli anni successivi⁹⁵.

Ohlson evidenzia che, sia principio che valore di una società è uguale al valore attuale dei dividendi futuri e sia il principio del *clean surplus*, sono già noti da tempo nella letteratura contabile⁹⁶, e l'insieme di essi permette di definire il valore economico dell'impresa.

⁹⁵Le varie elaborazioni del modello di Ohlson, sviluppate nel corso degli anni, non sono fedeli al principio del *clean surplus*, poiché non tutte le variazioni di patrimonio netto vengono imputate direttamente a conto economico, vi sono situazioni in cui tali variazioni vengono iscritte a riserva in stato patrimoniale.

⁹⁶J.A. OHLSON, "Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective", *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 667: "That the clean surplus equation implies equivalence of equation (1) and

Questa teoria viene riassunta nella seguente espressione:

(A3)

$$P_t = y_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} R_f^{-\tau} E_t[\bar{x}_{t+\tau}^{-a}]$$

Dove:

$\bar{x}_{t+\tau}^{-a}$ rappresenta i redditi anomali nel periodo da t+1 ad ∞ .

L'espressione (A3), ha per Ohlson un'interpretazione semplice e intuitiva: il valore di un'azienda è pari al suo valore contabile rettificato per il valore attuale dei guadagni anomali previsti, calcolati sottraendo al reddito atteso il reddito "normale", ovvero l'ammontare degli investimenti moltiplicati per il costo del capitale. In altre parole, la redditività futura, misurata dal valore attuale dei guadagni anomali, riconcilia la differenza tra i valori di mercato e i valori contabili.

La terza ed ultima ipotesi riguarda l'andamento temporale dei redditi anomali⁹⁷. Secondo Ohlson i redditi anomali hanno un andamento autoregressivo, ovvero sono condizionati dal valore dei ricavi dell'esercizio precedente. Per l'Autore un modello analitico lineare semplice formula le dinamiche di informazione⁹⁸.

PVED has long been known in the accounting literature. See, for example, Edwards and Bell (1961), and Peasnell (1981), (1982). Si riferisce alle pubblicazioni di E.O. EDWARDS, P.W. BELL, "The Theory and Measurement of Business Income", *University of California Press*, Berkeley, (1961); K.V. PEASNELL, "On Capital Budgeting and Income Measurement, *Abacus*, vol. 17, n. 1, pp. 52-67, (1981); K.V. PEASNELL, "Some Formal Connections Between Economic Values and Yields and Accounting Numbers", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 9, n. 3, pp. 361-381, (1982).

⁹⁷ L. FORNACIARI, "La value relevance per l'utilità dei financial reporting", *G. Giapichelli Editore – Torino*, (2013), p. 13:" il reddito residuale o "abnormal" costituisce invece la differenza che esiste tra il reddito dell'esercizio e quello normale atteso dall'impiego del patrimonio iniziale...".

⁹⁸ J.A. OHLSON, "Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective", *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 668: "an analytically simple linear model formulates the information dynamics. Two variables enter the specification: abnormal earnings, xf , and information other than abnormal earnings".

Introduce due tipologie di variabili: i guadagni anomali e le informazioni disponibili (diverse da quest'ultimi).

In altre parole, il sovrareddito dell'esercizio t+1 è funzione del sovrareddito dell'esercizio t e delle informazioni disponibili value relevant, non incluse nel bilancio d'esercizio.

L'equazione è la seguente:

(A4)

$$\begin{aligned} \bar{x}_{t+1} &= \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1t+1} \\ \bar{v}_{t+1} &= \gamma x_t^a + \mathcal{W}_t + \varepsilon_{2t+1} \end{aligned}$$

con $E_t[\varepsilon_{kt+\tau}] = 0, k = 1, 2 \text{ and } \tau \geq 1$

Dove:

ω = la variabile che collega il sovrareddito dell'esercizio t con il sovrareddito dell'esercizio successivo t+1;

v_t = informazioni value relevant, ma che non sono ancora state rappresentate in bilancio, in quanto non si sono ancora prodotti i loro effetti sui valori contabili;

γ = la variabile che collega le informazioni v con quelle dell'esercizio successivo;

ε = rappresenta l'errore.

I parametri del processo, ω e γ , sono fissi e noti⁹⁹ ed assumono valore compreso tra 0 e 1 (non è possibile definire un valore univoco, poiché sarebbe caratterizzato dalla tipologia e dal contesto in cui opera l'azienda). L'unica limitazione posta a questi parametri è di essere non negativi.

Il parametro v_t , che rappresenta le "altre informazioni", indica le informazioni utili alla vita dell'impresa, ma che a causa dei principi contabili di riferimento,

⁹⁹ Secondo Ohlson l'ambiente economico di un'azienda ed i suoi principi contabili determinano i parametri ω e γ .

non possono essere rappresentate in bilancio poiché non hanno ancora prodotto i loro effetti. Un esempio, può essere descritto dalla stipula di un contratto vantaggioso, dal quale saranno previsti benefici economici futuri, i cui effetti positivi non potranno essere iscritti nell'esercizio in corso, ma negli esercizi dove verranno realizzati i relativi ricavi. Quindi, il parametro v_t include tutte quelle informazioni, i cui effetti saranno certamente iscritti negli esercizi futuri, rispetto all'esercizio in cui è sorto l'avvenimento.

Ricordiamo che il parametro ω rappresenta l'andamento autoregressivo, in cui i guadagni di un periodo dipendono dai guadagni del periodo precedente.

Essendo il sovrareddito dell'esercizio $t+1$ determinato dal reddito realizzato dall'impresa sottratto il reddito normale d'esercizio¹⁰⁰, è possibile calcolare anche il reddito atteso per l'esercizio $t+1$.

In particolare può essere definito dalla seguente equazione:

(A5)

$$E_t[\bar{x}_{t+1}] = (R_f - 1)y_t + \omega x_t^a + v_t$$

Ohson evidenzia che, in base all'andamento autoregressivo dei sovraredditi, a seconda dell'ambiente economico in cui opera l'azienda, le azioni concorrenziali tenderanno a normalizzare i rendimenti. In altre parole, maggiori saranno le azioni intraprese dalla concorrenza, maggiore sarà la velocità con cui i sovraredditi diminuiranno e di conseguenza minore sarà il valore assunto dal parametro ω , rappresentante la parte di sovra reddito riportabile nell'esercizio $t+1$. Inoltre, anche i principi contabili possono condizionare l'andamento del parametro ω , in quanto i principi che utilizzano un orientamento prudenziale avranno maggiore probabilità di veder i rendimenti riportati negli esercizi futuri e di conseguenza di attribuire un maggior valore al parametro stesso.

¹⁰⁰ Il reddito normale dell'esercizio è determinato dal prodotto tra il tasso di rendimento atteso e il patrimonio netto all'inizio del periodo t .

2.3 ESPRESSIONI DEL MODELLO DI OHLSON

Al modello di Ohson sono susseguite varie riformulazioni nel corso degli anni.

La rivista “*Contemporary Accounting Research*” evidenzia due espressioni del modello.

La prima, contenente i parametri illustrati nel paragrafo precedente, viene esplicitata dalla seguente equazione¹⁰¹:

(A6)

$$V_t = B_t + \alpha_1 X_t^a + \alpha_2 v_t$$

dove:

$$\alpha_1 = \omega / (R_f - \omega) \geq 0$$

$$\alpha_2 = R_f / (R_f - \omega)(R_f - \gamma) > 0$$

L'equazione evidenzia che, in ogni momento, il valore di mercato del patrimonio è determinato dalla sommatoria tra il patrimonio netto, una variabile dipendente del reddito residuale e una variabile che dipende dalle informazioni extracontabili disponibili. Questa speciale versione dell'equazione (A4) ipotizza che $v_t = 0$, e i redditi anomali da soli, determinano l'avviamento, se e solo se, i redditi anomali correnti sono sufficienti nella previsione dei redditi futuri anomali. In altre parole, l'avviamento, definito dalla differenza tra il valore economico e il valore contabile del patrimonio, può essere stimato solo se il sovrareddito dell'anno t , viene determinato dal sovrareddito dell'esercizio $t-1$.

Nell'equazione (A6) non vengono richiamati i dividendi attesi né la previsione dei futuri risultati aziendali, poiché essi sono riassunti nei parametri α_1 e α_2 , relativamente alle serie temporali dei sovraredditi.

Per $\omega > 0$ questi due coefficienti sono positivi perché le previsioni relazionano positivamente x_t e v_t . Nel caso limite in cui $\omega = 0$, anche il valore di α_1 sarà pari a 0 e pertanto il valore dell'azienda sarà pari al suo valore contabile y_t , con

¹⁰¹ J.A. OHLSON, “Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective”, *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 669: “Based on assumptions (A1), (A2a), and (A3), to derive the valuation function one uses (1) and evaluates given the dynamics (A3).....”

l'aggiunta dell'effetto della variabile v_t "altre informazioni". In questo caso, non vi sarà nessun andamento autoregressivo e quindi i sovraredditi dell'anno non forniranno nessuna informazione utile per stimare i sovraredditi degli esercizi futuri. Le uniche informazioni disponibili, per stimare se l'impresa genererà un avviamento (determinato dal valore attuale dei sovraredditi previsti), in una situazione con $\omega = 0$ saranno, se disponibili, le "altre informazioni", che non sono ancora state iscritte in bilancio. Se anche la variabile $v_t = 0$, il valore della società sarà equivalente al suo patrimonio netto y_t , e di conseguenza non essendoci un andamento autoregressivo e nessuna informazione value relevant esterna al bilancio, nessun sovrareddito potrà essere può essere stimato negli esercizi successivi. In altre parole, il valore della società corrisponderà al valore delle risorse presenti in essa.

Se invece il parametro $\omega = 1$, anche il coefficiente $\alpha_1 = 1/r$ ovvero il tasso di attualizzazione dei redditi. Anche in questo caso la variabile v_t assume valore pari a 0 e il valore della società viene determinato dalla sommatoria del patrimonio netto e del valore attuale dei sovraredditi divisi per il tasso di attualizzazione r . In altri termini, se il parametro $\omega = 1$, l'andamento autoregressivo mantiene i sovraredditi dell'esercizio t uguali a quelli dell'esercizio precedente $t-1$ e quindi i maggiori rendimenti ottenuti dalla società restano invariati nel corso degli anni. Il capitale economico dell'impresa risulta determinato dal capitale investito incrementato del valore attuale dei sovraredditi, costanti e infiniti nel tempo.

Se invece, alla variabile v_t viene attribuito un valore diverso da 0, al capitale economico sopra descritto, verrà aggiunto anche il valore apportato dalle "altre informazioni", in funzione del parametro α_2 che è composto sia da ω e γ che dal tasso di rendimento.

Usando la definizione di x^a_t , la funzione di valutazione (A6) è uguale a:

$$V_t o P_t = y_t + \alpha_{0xt} - \alpha_1 (R_{f-1}) y_{t-1} + \alpha_2 v_t$$

Se si sostituisce un ulteriore y_{t-1} con il lato destro dell'equazione del *clean surplus* (A2), dopo ulteriori semplificazioni si ottiene:

(A7)

$$P_t = k(\varphi x_t - d_t) + (1 - k)y_t + \alpha_2 v_t \quad 102$$

Dove:

$$\varphi \equiv R_f / (R_f - 1)$$

$$k = (R_f - 1)\alpha_1 = (R_f - 1)\omega / (R_f - \omega)$$

La definizione del parametro ψ e la sua posizione nell'equazione rivelano che rappresenta il tasso di rendimento normale sul capitale investito, mentre il parametro k è in relazione con ω e α_1 .

Dal momento che $0 \leq \omega \leq 1$, k soddisfa $0 \leq k \leq 1$ si ottiene $k(\omega = 0) = 0$, $k(\omega = 1) = 1$, con l'eccezione che $k \neq \omega$.

Il modello di Ohlson permette, quindi, di rappresentare il valore di una società attraverso la media aritmetica ponderata dei valori economici e patrimoniali¹⁰³.

Ponendo nuovamente il valore di $v_t = 0$, ipotizziamo la situazione già descritta nell'equazione (A6) in cui ω assume valore 1 e valore 0.

Nella prima ipotesi ($\omega = 1$), come descritto in precedenza, anche il parametro k assume valore pari ad 1. Pertanto con $\omega = k = 1$, l'equazione si semplifica in:

(A8)

$$P_t = \varphi x_t - d_t$$

Dove:

x_t = il reddito prodotto nell'esercizio t ;

ψ = il tasso di rendimento normale sul capitale investito;

d_t = il dividendo erogato nell'esercizio t .

¹⁰² J.A. OHLSON, "Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective", *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 671.

¹⁰³ J.A. OHLSON, "Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective", *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 671: "The form of (7) and the restrictions on k indicate that the valuation model can be viewed as a weighted average of an earnings model and a book value model".

In questo caso particolare il capitale economico è determinato dal valore attuale di una rendita perpetua¹⁰⁴.

Suddividendo la presente equazione, si può notare che il termine ψx_t rappresenta la capitalizzazione del reddito dell'esercizio t a cui viene aggiunto il rendimento che la società può ottenere, se investe il risultato dell'esercizio ad un tasso di interesse equivalente al tasso di attualizzazione. Il termine d_t rappresenta i dividendi erogati nell'esercizio, indicati con segno negativo, poiché il valore ottenuto dal primo termine ψx_t deve essere diminuito di tutte quelle risorse, che se distribuite, non rientrano nel patrimonio societario e pertanto non possono essere reinvestite ad un tasso equivalente al tasso di attualizzazione. In sintesi, il modello di Ohlson, quando il parametro $\omega = 1$, rientra nella fattispecie dei modelli di valutazione di tipo reddituale¹⁰⁵.

Nel caso opposto, in cui il parametro $\omega = 0$, il modello assume le caratteristiche di un modello di valutazione tipicamente patrimoniale, ottenendo la seguente equivalenza:

(A9)

$$P_t = y_t$$

Come evidenziato nelle pagine precedenti, attribuire valore 0 al parametro ω , significa eliminare l'andamento autoregressivo dei sovraredditi e renderli indipendenti l'uno dall'altro. Se quindi il capitale economico di un'impresa dipende dal risultato che è in grado di generare nell'esercizio, tale valore non può che essere determinato dal patrimonio in essere nell'anno in corso. In altre parole, il reddito dell'esercizio non fornisce informazioni value relevant ai lettori

¹⁰⁴ A. MECHELLI, "La value relevance nel bilancio di esercizio. Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche", *G. Giapichelli Editore, Torino*, (2013).

¹⁰⁵ J.A. OHLSON, "Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective", *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 671." *In the first case earnings and dividends suffice to predict next-period expected earnings; these two variables accordingly determine value*".

del bilancio sull'andamento futuro dei risultati e pertanto il valore che essi prenderanno come riferimento, sarà il valore costituito dal patrimonio¹⁰⁶.

Detto quanto si evince che il pregio del modello di Ohlson consiste nella conciliazione tra le informazioni riguardanti i valori economici e i valori patrimoniali, utili al fine di determinare il valore societario. Fornisce inoltre, il presupposto concettuale delle regressioni, utilizzate come strumento per analizzare la value relevance del reddito e del patrimonio aziendale.

¹⁰⁶ J.A. OHLSON, "Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective", *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 671." *In the second case book value alone predicts earnings, and thus book value now suffices to determine the market value*".

2.4 LE REGRESSIONI DEL MODELLO DI OHLSON

Una delle regressioni del Modello di Ohlson maggiormente utilizzate dagli studiosi di accounting viene rappresentata dalla seguente equazione:

(A10)

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 x_{it}^a + \beta_3 v_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dove:

MV_{it} indica il market value della società i al tempo t ;

BV_{it} indica il patrimonio netto della società i al tempo t ;

x_{it}^a indica il reddito della società i al tempo t ;

v_{it} indica le other information;

ε_{it} indica l'errore.

Vi è un'ulteriore formulazione della seguente espressione, determinata dividendo ogni membro per il numero delle azioni in circolazione, più precisamente:

(A11)

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BPS_{it} + \beta_2 X^a PS_{it} + \beta_3 v_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dove:

P_{it} indica il prezzo per azione della società i al tempo t ;

BPS_{it} indica il patrimonio netto per azione della società i al tempo t ;

$X^a PS_{it}$ indica il reddito per azione della società i al tempo t ;

v_{it} indica le other information;

ε_{it} indica l'errore.

Sia la prima che la seconda regressione evidenziano che il valore societario può essere rappresentato dal patrimonio netto e dal reddito, dove i coefficienti β determinano la relazione che esiste tra queste variabili e i prezzi.

Anche se il modello di Ohlson permette di mettere in relazione il valore patrimoniale con il valore economico, questo non vuol dire che il valore societario deriva da una media ponderata tra questi valori.

Il metodo patrimoniale¹⁰⁷, si fonda su un esame analitico di ogni singola voce dell'attivo e del passivo dello Stato Patrimoniale e ove necessario di rettifica dei valori. Si procede inizialmente stimando la situazione contabile della società in un determinato esercizio. Per pervenire al capitale rettificato, ovvero a valori correnti, alla situazione patrimoniale dovranno essere effettuate opportune aggregazioni e assestamenti. Se oltre al patrimonio netto rettificato viene considerato anche il valore dei beni intangibili, quali i costi di ricerca e sviluppo, marchi, concessioni, licenze o diritti similari, si può parlare di metodi patrimoniali complessi.

I valori patrimoniali utilizzati nel modello di Ohlson, differiscono dai valori utilizzati nei metodi appena descritti, poiché viene preso come riferimento il patrimonio netto contabile di bilancio. Tali differenze possono derivare dall'utilizzo di una contabilità a costo storico, piuttosto di una al fair value accounting e dalla non iscrizione in bilancio di tutte quelle risorse immateriali, che seppur apportando valore alla società, non hanno le caratteristiche per essere iscritte in bilancio.

Anche per la componente reddituale, valgono le medesime considerazioni.

Il metodo reddituale prevede che il valore societario è determinato dal reddito che la società saprà generare in futuro. Il punto di partenza della valutazione consiste nell'individuazione del reddito medio prospettico, che può anche differire dall'utile d'esercizio. Per calcolare tale reddito, si può ricorrere sia ad un business plan, sia normalizzare i risultati consuntivi degli ultimi esercizi, ovvero eliminare tutti gli effetti alteranti causati dall'inflazione.

Il valore reddituale preso come riferimento nel modello di Ohlson è il risultato d'esercizio iscritto in bilancio, nel rispetto del principio del *clean surplus*.

¹⁰⁷ L.COURTEAU, "Valore d'impresa e valori di bilancio", FrancoAngeli s.r.l., Milano, (1998).

Per quanto attiene ai coefficienti β_1 e β_2 , che rappresentano la relazione tra i prezzi e i valori patrimoniali ed economici della società, possono essere associati ai fattori che influenzano i parametri k e $(1-k)$ del modello di Ohlson. Quando il valore ω aumenta, aumenta la capacità del sovrareddito di durare nel tempo e quindi nella stima del valore societario sarà maggiore il contributo della parte reddituale che influenza β_2 . Il valore patrimoniale, che influenza β_1 , avrà maggior valenza invece, quando aumenterà il tasso di rendimento normale sul capitale investito, a scapito della componente reddituale, che perderà rilevanza. Ipotizzando una situazione, in cui gli *standard setter* richiedano l'iscrizione in bilancio, di tutte le risorse materiali ed immateriali (compreso l'avviamento), permettendo l'uguaglianza tra il valore societario e il valore patrimoniale, il reddito d'esercizio non potrebbe fornire ulteriori valori utili nella determinazione del capitale economico. Anche la componente "*other information*", sarebbe priva di significato e quindi pari a 0.

In tale ipotesi, il valore del parametro k , che rappresenta l'influenza della componente reddituale, assumerebbe valore pari a 0, mentre $(1-k)$ assumerebbe valore pari ad 1, perché rappresentante l'influenza della parte patrimoniale. Assumendo che la componente patrimoniale, condiziona il coefficiente β_1 , anch'esso assumerà valore pari ad 1.

Questa circostanza è del tutto presunta, poiché nessuno *standard setter* prevede determinate regole di redazione del bilancio d'esercizio, anzi maggiore sarà l'utilizzo di una contabilità a costo storico, il peso assunto dalla componente patrimoniale tenderà a diminuire. Infatti, in tale situazione, la componente reddituale rappresenterà il differenziale tra valore d'uso delle risorse e il prezzo a cui queste sono state acquistate e il parametro k assumerà valore 1¹⁰⁸.

Se analizziamo le differenze tra il modello di Ohlson e le regressioni generate da quest'ultimo, possiamo notare come cambia lo scopo della ricerca. Se con il primo si determina il valore societario, con l'utilizzo di ricerche empiriche si

¹⁰⁸ M.E. BARTH, "Valuation-based research implications for financial reporting and opportunities for future research, *Accounting and Finance*, vol. 40, n. 1, pp. 14: "If BVE is measured at historical cost and NI captures the excess of value-in-use over entry value for the firm's assets, then k can be relatively closer to one".

cerca di interpolare i dati relativi a differenti grandezze. In altre parole, i coefficienti β_1 e β_2 hanno la funzione di minimizzare la lontananza esistente tra la retta interpolante e i singoli valori interpolati.

Ogni società è diversa dalle altre e pertanto avrà un diverso tasso di attualizzazione, determinato in base al rischio sostenuto, e un proprio parametro ω , che indica l'andamento autoregressivo dei redditi anomali.

La stima dei coefficienti raccoglierà l'insieme dei valori di bilancio, dei fattori k , $(1-k)$ e ψ , di ogni singola azienda. Gli studiosi della materia, prevedendo che non tutte le osservazioni possono essere collocate precisamente sulla retta di regressione, inseriscono il fattore ε_t che cattura l'errore, ovvero il differenziale tra il valore presunto della variabile dipendente determinato dal modello e il suo valore effettivo.

E' possibile notare una seconda differenza tra il modello di Ohlson e le regressioni utilizzate, riguardante il parametro v_t , le "*other information*".

Questo valore, viene solitamente non utilizzato, in tutte quelle ricerche che mirano a studiare le value relevance dell'informativa di bilancio, senza dare molta considerazione agli effetti che ne possono derivare.

Il problema nasce dal fatto che il parametro potrebbe sia influire sul valore societario, anche se tali informazioni non vengono rappresentate in bilancio, sia essere correlato alle variabili indipendenti, reddito e patrimonio, con la conseguenza che i coefficienti β_1 e β_2 della regressione sarebbero distorti e non più attinenti ai valori di k e $(1-k)$.

Infine, vi è un'ultima differenza da prendere in esame e riguarda l'intercetta della retta di regressione β_0 , assente nell'originario modello di Ohlson. Quando si effettuano delle analisi empiriche e in particolar modo sull'interpolazione di una retta di regressione, l'intercetta viene utilizzata per analizzare la significatività. Per i ricercatori l'intercetta, insieme al fattore ε_t , permette di identificare tutte quelle variabili che pur essendo value relevant, sono state omesse nelle regressioni, nello specifico le *other information* e la distribuzione di dividendi¹⁰⁹.

¹⁰⁹ P.D. EASTON, "Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data", *Accounting*

I ricercatori Dechow, Hutton e Sloan (1999)¹¹⁰ sono stati i primi a condurre delle analisi empiriche del modello di Olhson. Nel loro studio, hanno cercato di stimare le variabili presenti nell'equazione e si sono soffermati in particolare sulla variabile v_t , le *other information*, essendo quella avente le maggiori difficoltà: anche se il significato di informazioni extra contabili è piuttosto intuitivo, la loro identificazione e misurazione diventa assai problematica. Gli Autori per sopperire al problema hanno utilizzato un metodo di misurazione indiretto che, consiste nel misurare il reddito residuale al tempo $t+1$, mediante l'utilizzo di stime condotte da analisti finanziari sul reddito e sul patrimonio netto, mantenendo costante il costo del capitale pari ad un 12%. Per calcolare il valore di v_t utilizzano la seguente equazione:

(A12)

$$v_t = E_t(X_{t+1}^a) - \omega X_t^a$$

Dove:

X_t^a = rappresenta il reddito residuale attuale;

X_{t+1}^a = rappresenta il reddito residuale atteso del periodo successivo;

ω = rappresenta il fattore di persistenza.

In questa formulazione il fattore ε_t assume valore pari a zero, poichè si ipotizza che non vi siano eventi imprevedibili nel campione di società.

Il valore di X_t^a può essere determinato da dati contabili presenti nel bilancio d'esercizio, mentre il fattore ω , che mette in relazione il reddito residuale attuale con quello dell'esercizio $t+1$, viene calcolato mediante la serie storica dei dati di ogni società. In altre parole, vengono utilizzati i valori assunti negli esercizi precedenti dal parametro X^a per ogni singola impresa.

¹¹⁰ P.M. DECHOW, A.P. HUTTON, R.G. SLOAN, "An empirical assessment of the residual income valuation model", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, pp. 1-34, (1999).

Dechow, Hutton e Sloan partendo dall'espressione del modello di Ohlson, da cui:

$$V_t = B_t + \alpha_1 X_t^a + \alpha_2 v_t$$

Dove:

α_1 rappresenta l'effetto del reddito residuale corrente sul valore dell'impresa, con $\alpha_1 = \omega / (R_f - \omega)$;

B_t rappresenta il patrimonio netto corrente;

r_f rappresenta il tasso di sconto, con $R_f = 1 + r_f$;

$\alpha_2 = R_f / (R_f - \omega)(R_f - \gamma)$

riescono a stimare il valore societario formulandone altre due versioni, in una viene omessa la variabile v_t e nell'altra invece viene inserito il valore di v_t determinato in base ai calcoli precedentemente descritti.

Le espressioni risultano le seguenti:

(A13)

$$V_t = B_t + \frac{\varpi}{1 + r + \varpi} X_t^a$$

$$V_t = B_t + \frac{\varpi}{1 + r + \varpi} X_t^a + \frac{1 + r}{(1 + r + \varpi)(1 + r + \gamma)} v_t$$

Dove:

$\hat{\omega}$ e $\hat{\gamma}$ rappresentano le stime di persistenza del reddito residuale ω e γ ;

\hat{v}_t rappresenta la stima di v_t derivante dall'equazione (A12).

Per verificare l'importanza della variabile *other information*, gli Autori confrontano il valore di questa con il valore di mercato dell'impresa, identificato da MV_t .

Attraverso la seguente formula:

$$(MV_t - \hat{v}_t) / MV_t$$

riescono a determinare il *pricing error*, ovvero l'errore di misurazione.

Gli Autori giungono alla conclusione che, inserire la variabile v_t nel modello di Ohlson riduce gli errori di misurazione, anche se in misura minima.

2.5. IL MODELLO DI OHLSON A CONFRONTO

Per confrontare il modello di Ohlson con i principali modelli di determinazione del valore, bisogna innanzitutto fornirne una breve descrizione.

In questo elaborato verranno presi come riferimento il modello di attualizzazione dei dividendi attesi (*DDM*) e il modello di attualizzazione dei flussi di cassa futuri (*DCF*).

2.5.1. IL MODELLO DI ATTUALIZZAZIONE DEI DIVIDENDI ATTESI (DDM)

Il modello di attualizzazione dei dividendi attesi¹¹¹ (*DDM*) prende come riferimento l'importo che un investitore riceve quando vende le proprie azioni ad un altro acquirente: al momento della cessione, il valore azionario viene determinato attraverso l'attualizzazione dei dividendi futuri. In altre parole, il valore dell'azione corrisponde alla sommatoria di tutti i pagamenti futuri erogati agli investitori della società, negli anni di vita utile.

L'equazione che rappresenta questo modello è la seguente:

$$V_0^{DDM} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_0(Div_t)}{(1+r_f)^t}$$

Dove:

V_0^{DDM} = il valore dell'azione al tempo t, con t = 0;

Div_t = il dividendo pagato agli azionisti al tempo t;

E_0 = il valore atteso,

r_f = il tasso di rendimento sugli investimenti free risk.

L'equazione indica che il valore di un'azione è rappresentato dalla sommatoria di tutti i pagamenti futuri della società effettuati nella sua vita utile (inclusa anche la liquidazione della stessa) attualizzati al tasso interesse free risk (*risk free interest rate*).

¹¹¹ L. COURTEAU, "Valori d'impresa e valori di bilancio", *Franco Angeli*, Milano, (2008).

Sebbene questo modello non trova difficoltà di applicazione, risulta difficile determinare il valore dell'azione stessa, poiché l'importo dei dividendi e la loro distribuzione sono lasciati al potere discrezionale degli amministratori e sono quindi di difficile previsione.

2.5.2. IL MODELLO DI ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA FUTURI (DCF)

Questo modello del *Discounted Cash Flow*¹¹² prende come riferimento i flussi di cassa netti futuri, ovvero al netto dei pagamenti. Il valore societario viene determinato dalla sommatoria delle disponibilità di cassa e da altre operazioni finanziarie nette detenute dalla società e dall'attualizzazione delle disponibilità finanziarie che saranno in futuro generate.

L'equazione che riassume il modello è la seguente:

$$V_0^{DCF} = FA_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_0(CF_t - I_t)}{(1 + r_f)^t}$$

Dove:

FA_0 = la posizione finanziaria netta;

CF_t = i flussi di cassa netti nel periodo t ;

I_t = l'investimento necessario per il normale andamento produttivo d'impresa.

La variabile FA_0 è composta dalle disponibilità liquide e dai crediti verso clienti e cambiali detenute al tempo t dall'impresa, al netto delle passività finanziarie.

Nella maggior parte dei casi la posizione finanziaria netta assumerà valore negativo, in quanto le società detengono notevoli risorse non finanziarie, quali le rimanenze di magazzino e le immobilizzazioni, che sono stanziare da risorse a medio lungo termine, con la conseguenza che i debiti finanziari saranno maggiori rispetto alle attività finanziarie.

¹¹² L. COURTEAU, "Valori d'impresa e valori di bilancio", *Franco Angeli*, Milano, (2008).

La variabile CF_t , ritrova le sue componenti nel prospetto del rendiconto finanziario, quali la cassa e le operazioni finanziarie.

Per l'impresa è necessario poter reinvestire le proprie risorse finanziarie, altrimenti non sarebbe in grado di conservare il proprio valore corrente. Queste scelte di investimento vengono rappresentate dalla variabile I_t .

Sottraendo alla variabile CF_t il valore di I_t otteniamo il *free cash flow*, ovvero i flussi di cassa residuali alle operazioni di investimento.

Il vantaggio del *Discounted Cash Flow* rispetto al *Discounted Dividend Model* riguarda la stima dei flussi di cassa CF_t e degli investimenti I_t , che risulta più facile ed agevole, a differenza dei dividendi che dipendono dalla discrezionalità del management.

Dopo aver brevemente descritto i modelli di valutazione complementari al modello di Ohlson, possiamo ora effettuare un confronto.

Uno dei primi studi è stato condotto da Pennman e Sougiannis¹¹³ (1998). Gli Autori hanno analizzato più di 4.000 aziende quotate in America tra gli anni 1973 e gli anni 1989 e hanno cercato di stimarne il valore iniziale attraverso le seguenti espressioni:

(A14)(A15) (A16)

$$V_0^{DDM} = \sum_{t=1}^T \frac{E_0(Div_t)}{(1+r_e)^t} + \frac{E_0(Div_{T+1})}{r_e - g_D)(1+r_e)^T}$$

$$V_0^{DCF} = FA_o + \sum_{t=1}^T \frac{E_0(CFO_t - I_t)}{(1+r_w)^t} + \frac{E_0(CFO_{T+1} - I_{T+1})}{(r_w - g_c)(1+r_w)^T}$$

$$V_0^{RIM} = B_o + \sum_{t=1}^T \frac{E_0(X_t^a)}{(1+r_e)^t} + \frac{E_0(X_{T+1}^a)}{(r_e - g_x)(1+r_e)^T}$$

¹¹³ S.H. PENMAN, T. SOUGIANNIS, "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, pp. 343-383, (1998).

Al valore di V_0 è stato assegnato inizialmente il valore 0, successivamente è stata ipotizzata una crescita continua, assumendo tassi pari a 0%, 2% e 4% fino ad ipotizzare diversi orizzonti temporali. Questo perché, per determinare il valore finale è necessario essere informati sulle aspettative degli investitori su quelle variabili value relevant in termini di valore, nell'arco temporale in cui viene effettuata la valutazione $t=0$, ovvero $E_0(\text{Div}_t)$, $E_0(\text{CFO}_t - I_t)$ e $E_0(X^a_t)$.

Per determinare le aspettative vengono utilizzate due metodologie:

- prendere come riferimento le stime degli analisti sui flussi di cassa, sui dividendi e sui redditi netti, definite nel momento della valutazione;
- utilizzare stime future dei flussi di cassa, dei dividendi e dei redditi netti, nella prospettiva che il mercato li abbia ipotizzati precisamente.

Utilizzare delle stime future, può ridurre la precisione del test, ma al contempo le variabili di determinazione sono maggiori per le imprese del campione rispetto alle stime effettuate dagli analisti e pertanto è possibile effettuare test più influenti.

Gli Autori concludono che all'aumentare dell'arco temporale di previsione da $T=1$ a $T=10$, l'errore medio di misurazione si riduce. Ipotizzare diversi valori di V_0 permette di ottenere errori di valutazione totalmente diversi tra loro, il modello di Ohlson è lo strumento che permette di avere errori di valutazione più contenuti rispetto agli altri due modelli (DDM e DCF).

Similare allo studio dei due precedenti Autori, troviamo il lavoro di Francis et. al.¹¹⁴ (2000). Differisce dal primo, poiché non vengono utilizzate delle stime future, ma bensì le stime degli analisti sui flussi di cassa, sui dividendi e sui redditi netti e dal fatto che l'orizzonte temporale è definito in 5 anni e non incerto, come nel precedente.

Vengono prese come campione di riferimento 3.085 società comprese tra gli anni 1989 e 1993 e il valore finale viene determinato attraverso l'equazione (A15) indicata in precedenza, con i tassi di crescita stimati dello 0% e del 4%.

¹¹⁴ J. FRANCIS, P. OLSSON, D.R. OSWALD, "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates", *Journal of Accounting Research*, vol. 38, pp. 45-70, (2000).

Gli Autori giungono alle medesime conclusioni di Pennman e Sougiannis, riscontrando nuovamente che il modello di Ohlson permette di ottenere minori errori di valutazione.

Courteau et al.¹¹⁵ (2001) prendendo come riferimento lo studio precedentemente descritto, hanno stimato il valore finale nel modello di Ohlson e nel DCF. Viene ipotizzato un valore finale ideale, determinato sul valore di mercato atteso alla fine del periodo t previsto (determinato al tempo t=0).

Le equazioni risultano le seguenti:

(A17)

$$V_0^{DCF} = FA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{E_0(CF_t - I_t - r_e FA_{t-1})}{(1+r_e)^t} + \frac{E_0(MV_T) - E_0(FA_T)}{(1+r_e)^T}$$

(A18)

$$V_0^{RIM} = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_0(X_t^a)}{(1+r_e)^t} + \frac{E_0(MV_T) - E_0(B_T)}{(1+r_e)^T}$$

Dove:

$E_0(MV_T)$ = il market value dell'impresa alla fine del periodo t previsto;

$E_0(FA_T)$ = la posizione finanziaria netta attesa (tenendo presente il valore attuale di FA_0 e il cash flow stimato);

$E_0(B_T)$ = il patrimonio netto atteso, con $t = T$

L'equazione (A18) descrive che il valore societario è pari alla sommatoria della posizione finanziaria netta attuale, delle stime flussi finanziari stimati eccedenti attualizzati e del valore di $MV_T - FA_T$.

Il campione preso come riferimento è composto da 422 società nell'arco temporale compreso tra il 1992 e il 1996, e per entrambe le equazioni vengono confrontati gli errori di valutazione generati.

Contrapponendo i risultati ottenuti, gli Autori giungono alle seguenti conclusioni:

¹¹⁵ L. COURTEAU, J. KAO, G.D. RICHARDSON, "The Equivalence of Dividend, Cash Flows and Residual Earnings Approaches to Equity Valuation Employing Ideal Terminal Value Expressions", *Contemporary Accounting Research*, vol. 18, pp. 625-661, (2001).

- utilizzando i valori finali “ideali”, gli errori di misurazione sono notevolmente inferiori rispetto agli studi condotti precedentemente;
- non vi è una differenza sostanziale tra gli errori di valutazione ottenuti con il modello di Ohlson e tra quelli ottenuti con il DCF.

Questi risultati evidenziano l'importanza che i valori finali nell'analisi valutativa.

Gli Autori precedentemente citati, analizzano gli errori di misurazione per comparare l'utilità dei diversi modelli valutativi. Essi presuppongono una situazione in cui i mercati sono efficienti e che il market value è rappresentativo del valore intrinseco, così da poter cogliere il divario esistente tra il valore calcolato dal modello e il “reale” valore aziendale, determinato proprio dagli errori di misurazione.

Confrontando i vari modelli, è possibile affermare che le diverse formulazioni del modello di Ohlson conducono a risultati più simili ai valori di mercato rispetto ai modelli del DDM e del DCF.

2.6 SUCCESSIVE RIFORMULAZIONI DEL MODELLO DI OHLSON NEGLI STUDI SULLA VALUE RELEVANCE

La maggior parte degli studi sul modello di Ohlson riprende la formula base (A6):

$$V_t = B_t + \alpha_1 X_t^a + \alpha_2 v_t$$

da cui deriva la seguente analisi di regressione, descritta in precedenza:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 B_{it} + \beta_2 X_{it}^a + \beta_3 v_{it} + \varepsilon_{it}$$

dove il valore intrinseco, non essendo calcolabile viene sostituito dal market value MV_{it} , β_1 è il coefficiente di B_{it} e i coefficienti α_1 e α_2 sono stati sostituiti da β_2 e β_3 . Nella maggior parte dei casi, il termine residuale X_{it}^a , viene sostituito dal reddito netto X_{it} e l'espressione assume la seguente forma:

(A19)

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 B_{it} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 v_{it} + \varepsilon_{it}$$

Gli studi più comuni sulla value relevance utilizzano le regressioni su un campione di società e analizzano la relazione che intercorre tra la variabile dipendente MV_{it} , market value, e le variabili indipendenti, ovvero le due maggiori grandezze contabili, il reddito e il patrimonio. L'intensità della relazione viene misurata dal R^2 , che rileva il differenziale della variabile dipendente.

Francis e Schipper¹¹⁶ (1999) analizzano la value relevance degli utili netti.

Gli Autori prendono come riferimento un campione di aziende statunitensi quotate tra gli anni 1952 e 1991 e si domandano se i bilanci sono ancora degli strumenti value relevant per gli investitori o meno. Utilizzando una riformulazione dell'equazione (A19) ed omettendo il termine *other information*, giungono alla seguente espressione:

(A20)

¹¹⁶ J.FRANCIS, K.SCHIPPER, "Have financial statements lost their relevance?" *Journal of Accounting Research*, vol .37, pp. 319.352, (1999).

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 B_{it} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

La loro analisi è di tipo *cross-sectional*, ovvero basata su un campionamento trasversale, su base annua.

Francis e Schipper studiano l'intensità della relazione tra il market value e le variabili di reddito e patrimonio, osservando il valore assunto da R^2 nei vari esercizi presi come riferimento. Giungono alla conclusione, che la value relevance del bilancio d'esercizio non ha perso rilevanza nel corso del tempo, ma è cresciuta considerevolmente nel periodo analizzato.

Collins, Pincus e Xie¹¹⁷ (1999) analizzano invece la value relevance delle perdite d'esercizio. Il loro studio si focalizza sulle società in perdita: in tali situazioni il prezzo di mercato cresce all'aumentare del risultato negativo dell'esercizio, differendo delle società in utile, che vedono crescere il prezzo dell'azione all'aumentare degli utili netti per azione.

Gli Autori, basandosi sulla regressione proposta da Francis e Schipper, suddividono ogni componente per il numero delle azioni emesse ed ottengono la seguente espressione:

(A21)

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BPS_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \varepsilon_{it}$$

Tale uguaglianza, come descritta nei paragrafi precedenti, rappresenta il prezzo delle azioni, dove a differenza dell'equazione (A11) è stato omessa la variabile *other information*. Aggiungendo la variabile BPS_{it} , ovvero al patrimonio netto per azione, il coefficiente β_2 della componente reddituale assume valore positivo sia per i risultati favorevoli, sia per quelli negativi.

Gli Autori evidenziano che il prezzo dell'azione aumenta sia al crescere dell'utile d'impresa, sia al decrescere del profitto negativo di bilancio. In altre parole, per

¹¹⁷ D.W. COLLINS, M. PINCUS, H. XIE, "Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity" *The Accounting Review*, vol. 74, pp. 29-61, (1999).

gli investitori il risultato d'esercizio (positivo o negativo), viene ritenuto value relevant nell'assunzione delle decisioni aziendali.

L'economista Mason¹¹⁸ (2004) pone invece l'attenzione sulla value relevance di ogni singola componente di reddito. A differenza degli autori citati precedentemente, egli rielabora il modello di Feltham e Ohlson (1995), in cui distingue la parte operativa dalla parte finanziaria, in entrambe le componenti di bilancio: patrimoniali e reddituali.

L'enfasi di questo studio riguarda i principi contabili utilizzati nella redazione dei bilanci d'esercizio e le loro conseguenze sulla value relevance. In particolare, Mason si focalizza sul principio di prudenza e sull'effetto che produce ai flussi finanziari e alle componenti monetarie, le cosiddette *accruals*.

Dividendo ogni componente del modello di Feltham e Ohlson (1995) per P_{t-1} , viene formulata la seguente regressione:

$$R_{it} = \theta_0 + \theta_1 \frac{X_{it}}{P_{it}} + \theta_2 \frac{\Delta X_{it}}{P_{it}} + \theta_3 \frac{\Delta B_{it-1}}{P_{it}} + \theta_4 \frac{OAC_{it}}{P_{it}} + \varepsilon_{it}$$

Dove:

ΔX_{it} rappresenta la variazione del reddito tra gli esercizi t-1 e t;

ΔB_{it-1} rappresenta la differenza intervenuta nel patrimonio netto negli esercizi t-2 e t-1;

OAC_{it} rappresenta gli accruals operativi: OX_{it} (reddito operativo) – CFO_{it} (cash flow finanziari operativi);

θ_2 rappresenta una misura di α_1 ed indica l'effetto della persistenza della componente reddituale;

θ_4 rappresenta l'effetto della prudenza estimativa sull'andamento azionario.

Bisogna ricordare che la prudenza estimativa condiziona solo le componenti di non monetarie di bilancio, poiché i flussi di cassa non subiscono influenze da

¹¹⁸ L. MASON, "The impact of Accounting Conservatism on the Magnitude of the differential information content of cash flows and accruals", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 19, pp. 249-282, (2004).

parte dei principi contabili adottati. L'Autore si pone l'obiettivo di stimare il grado di prudenza presente in 3.821 società analizzate negli anni 1975-1996, attraverso un *conservatism score* che identifica le attività operative, presenti in ogni settore, non iscritte in bilancio. Maggiore è la percentuale ottenuta, maggiore sarà l'applicazione del principio di prudenza.

I risultati ottenuti da Mason identificano che le stime di θ_1 e θ_2 assumono valori positivi e rilevanti, sottolineando la relazione tra gli utili netti e l'andamento azionario, value relevant per gli investitori. Inoltre, in situazioni di elevata prudenza estimativa anche il coefficiente θ_4 è positivo, evidenziando quindi che le componenti non monetarie sono ritenute value relevant dagli investitori, quando viene applicato il principio di prudenza.

L'Autore attesta che la value relevance aumenta, quando nella redazione del bilancio d'esercizio, vengono utilizzati maggiormente i metodi prudenziali.

Nello stesso filone di ricerca, possiamo trovare gli studi condotti da Black¹¹⁹ (1998). Utilizzando l'equazione del modello di Ohlson (1995), l'Autore mette a confronto la value relevance dei flussi finanziari con la value relevance degli utili netti, lungo la vita utile dell'impresa. Solo in situazioni in cui le vendite iniziano a rallentare e l'offerta supera la domanda, ovvero nella fase di maturità, il reddito netto è value relevant, mentre i flussi finanziari sono correlati positivamente al market value in tutte le fasi di vita del prodotto (escluse le *start up*). Per l'Autore, i modelli di valutazione basati su valori contabili, come il modello di Ohlson, sono preferibili per le società in fase di maturità, dove l'enfasi si pone sul reddito netto, invece per le società in fase di sviluppo o declino, sono consigliabili modelli basati sui cash flow, quali per esempio il DCF.

Barth et al.¹²⁰ (1999) focalizzano la loro analisi sugli elementi degli utili netti: comparano la significatività dei flussi finanziari operativi con la significatività delle componenti non monetarie.

¹¹⁹ E.L. BLACK, "Life-cycle impacts on the incremental value.relevance of earnings and cash flow measures", *Journal of Financial Statement Analysis*, vol. 4, pp. 40-56, (1998).

¹²⁰ M.E. BARTH, W.H. BEAVER, J.R.M. HAND, "Accruals, cash flows and equity values", *Review of Accounting Studies*, Vol. 3, pp. 205-229, (1999).

Il modello utilizzato è una rielaborazione del modello di Ohlson (1999) in cui vengono distinti gli elementi permanenti, negli utili netti, da quelli temporanei. Questo studio si differenzia dai precedenti, poichè non vengono messe a confronto solo le grandezze contabili con il market price, ma vengono analizzati anche i cambiamenti nelle variabili indipendenti negli esercizi.

L'espressione utilizzata è la seguente:

$$MV_t = \beta_0 + \beta_1 B_t + \beta_2 X_t^a + \beta_3 X_{2t} + u_t$$

Dove:

X_{2t} = la componente degli utili netti (flussi finanziari o *accruals*);

B_t = patrimonio netto;

X_t^a = reddito residuale.

Nel modello vengono stimate due tipi di grandezze: prima gli elementi finanziari degli utili netti e poi quelli non monetari.

Entrambi gli elementi sono contenuti nel patrimonio netto B_t e nel reddito residuale X_t^a e sono rispettivamente associati ai coefficienti β_1 e β_2 , che ne misurano l'effetto sul valore societario.

Il coefficiente β_3 identifica il peso di ciascun elemento in eccedenza a β_1 e β_2 .

I coefficienti delle variabili B_t e X_t^a assumono valori positivi per entrambe le analisi empiriche, ma il coefficiente β_3 assume valori negativi se correlato ad X_{2t} delle componenti non monetarie, positivi se correlato ad un X_{2t} dei cash flow operativi.

Gli Autori giungono alla conclusione che entrambe le componenti sono value relevant per gli investitori, ma sono valutate in maniera differente sul mercato.

Se β_3 è positivo si denota che i flussi finanziari assumono maggior valore in termini monetari rispetto agli altri elementi, inversamente proporzionale alle componenti non monetarie.

Successivamente nel 2005, Barth *et al.*¹²¹ hanno analizzato nel dettaglio le componenti non monetarie, per interpretare la relazione negativa con il market value e per identificare se ogni elemento non monetario, è significativo agli occhi degli investitori, nella medesima misura.

Scomponendo la variabile X_{2t} della precedente equazione, si ottiene:

$$MV_t = \beta_0 + \beta_1 B_t + \beta_2 X_t^a + \beta_3 REC_t + \beta_4 \Delta INV_t + \beta_5 \Delta AP_t + \beta_6 DEP_t + u$$

Dove:

ΔREC_t = aumenti nei crediti a breve durata negli esercizi t-1 e t;

ΔINV_t = aumenti nelle rimanenze negli esercizi t-1 e t;

ΔAP_t = aumenti nei debiti di breve periodo negli esercizi t-1 e t;

DEP_t = ammortamenti dell'esercizio t.

Le componenti non monetarie sono raffigurate dalle variabili sopra elencate.

Gli Autori identificano che i crediti e le rimanenze non hanno una buona correlazione con il prezzo dell'azione, mentre gli ammortamenti e i debiti non sono significativi. In altre parole, un aumento delle componenti attive di stato patrimoniale è collegato ai ricavi in conto economico e maggiormente manipolabile da parte dal management, a differenza dei debiti e degli ammortamenti.

Gli investitori sono diffidenti nella valutazione delle componenti reddituali, in particolare sugli utili netti, perché sottoposti alle scelte degli amministratori, che talvolta possono perseguire fini opportunistici. Pongono molta attenzione sulla qualità dell'informativa di bilancio e la ritengono value relevant. Quindi le componenti non monetarie che influenzano la qualità dei valori contabili, condizionano anche le scelte degli investitori.

¹²¹ M.E. BARTH, W.H. BEAVER, J.R.M. HAND, W.R. LANDMAN, "Accruals accounting-based valuation models and the predictions of equity values", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 20, pp. 311-345 (2005).

Aboody *et al.*¹²² (2004) svolgono uno studio differente dai precedenti. Analizzano le *stock option*, ovvero una tipica forma di remunerazione e fidelizzazione dei dipendenti e del management nelle società quotate. Attraverso l'emissione di questi strumenti, le società offrono il diritto di sottoscrivere o acquistare un proprio pacchetto azionario o di altre società del medesimo gruppo. I piani di stock option presumono prevedono tempi e metodi diversi, in particolare:

- il *granting*, ovvero in momento in cui l'impresa concede al dipendente il diritto di acquisire le opzioni in un periodo determinato ad un prezzo predefinito;
- il *vesting*, ovvero l'arco temporale di maturazione che decorre dal momento dell'offerta al termine iniziale per il suo utilizzo;
- l'*exercising*, ovvero quando viene esercitato il diritto di opzione e quindi il pacchetto azionario viene acquistato in base ai criteri determinati nella fase di *grating*.

Il costo può essere iscritto direttamente in conto economico e quindi concorre alla formazione del reddito netto o deve esserne data informazione in nota integrativa. Gli Autori cercano di stabilire se l'informativa di tale opzione è *value relevant*, anche quando non viene imputata direttamente in bilancio, ma iscritta in nota integrativa.

In un mercato efficiente, se l'informativa è disponibile, non ha importanza come viene rappresentata, sarà comunque inclusa nel prezzo dell'azione.

Prendendo come riferimento un campione di imprese statunitensi quotate negli anni tra il 1996 e il 1998, Aboody *et al.* utilizzano la regressione (A19) e sostituiscono al termine v_t , *other information*, il valore iscritto in nota integrativa, abbreviato in $COMPX_{it}$.

L'equazione ottenuta è la seguente:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 B_{it} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 LTG_{it} + \beta_4 COMPX_{it} + \varepsilon_{iu}$$

¹²² D. ABOODY, M.E. BARTH, R.KASZNIK, SFAS n. 123 "Stock-based compensations, Expense and Equity Market Values", *Accounting Review*, n. 79, pp. 251-272, (2004).

Dove:

LTG_{it} rappresenta l'incremento atteso nel lungo periodo sull'ipotesi di stima degli analisti, per catturare i redditi futuri residuali inclusi nel price share;

β_2 rappresenta il coefficiente del reddito netto.

Sviluppando la regressione, gli Autori segnalano che il coefficiente β_4 assume valore negativo per ben due esercizi, evidenziando che gli investitori percepiscono le informazioni sulle opzioni, iscritte in nota integrativa, come un costo, anche se non concorrono a formare direttamente il l'utile netto d'esercizio.

Bell *et al.*¹²³ (2002) utilizzano un approccio simile al precedente: rideterminano il patrimonio netto B_t e il reddito residuale X_t^a per ciascuna società analizzata per esaminare i valori assunti da queste variabili attraverso l'utilizzo di diversi metodi contabili. Attraverso il confronto di diverse metodologie, gli Autori cercano di definire quale tra esse sia in grado di produrre l'informativa contabile maggiormente significativa per gli investitori. Per ogni trattamento contabile, viene calcolato il differenziale R^2 e ne viene effettuata una comparazione.

Gli Autori giungono alla conclusione che nessun metodo contabile eccelle rispetto ad un altro, se non viene incluso l'effetto delle opzioni nell'utile e che se tale costo viene capitalizzato nel *vesting period*, permette un perfezionamento dell'informativa percepita dagli investitori e viene considerato value relevant. Tale metodologia non viene però approvata dal FASB.

A differenza dello studio condotto da Aboody *et al.* (2004), gli Autori provano che l'iscrizione in bilancio del valore delle opzioni, non fornisce elementi che ne riflettono il valore societario. Una possibile spiegazione, dei differenti risultati ottenuti, può essere ricondotta al diverso campione di riferimento. Nello studio di Bell *et al.* (2002), vengono analizzate 85 società operanti nel settore dei software, con bilanci prevalentemente in utile, dove nella maggior parte dei

¹²³ T.B.BELL, W.R. LANDSMAN, B.L. MILLER, Y. SHU, "The Valuation Implications of Employee Stock Option Accounting for Profitable Computer Software Firms", *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 971-996, (2002).

casi, le opzioni sono utilizzate come strumento di remunerazione dei dipendenti, che differisce totalmente dal campione preso come riferimento da Aboody *et al.* (2004).

Un ulteriore studio viene condotto da Barth *et al.*¹²⁴ (1996) che analizzano la *value relevance* degli strumenti finanziari iscritti a fair value: osservano un campione di banche statunitensi, prese come riferimento essendo le maggiori utilizzatrici di strumenti finanziari. I principi contabili richiedevano che l'iscrizione di tali strumenti venisse effettuata con il criterio del costo storico, ma che tale importo fosse valutato, alla data di chiusura dell'esercizio, a *fair value* dandone informazione in Nota Integrativa.

Gli Autori utilizzando l'equazione (A19), predispongono la seguente formulazione:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 B_{it} + \beta_2 v_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dove:

B_{it} rappresenta il patrimonio netto della banca;

v_t rappresenta il termine *other information*.

La variabile B_{it} può essere suddivisa nelle sue maggiori componenti, quali i prestiti, i titoli, i depositi, i debiti a lungo termine, mentre il termine v_t rappresenta tutte le informazioni iscritte in Nota Integrativa.

Lo studio condotto dagli Autori identifica che per gli investitori l'informativa a *fair value* dei titoli, prestiti e debiti a lungo termine è rilevante, mentre non lo è quella sui depositi. Una possibile spiegazione potrebbe riguardare il fatto che essi non sono negoziabili e quindi non facilmente valutabili a fair value.

¹²⁴ M.E. BARTH, W.H. BEAVER, W.R. LANDSMAN, "Value-Relevance of banks fair value disclosures under SFAS 107", *The Accounting Review*, vol. 71, pp. 513-537, (1996).

Oltre allo studio condotto da Barth *et al.* (1996), anche Beaver e Venkatachalam ¹²⁵ (2000) analizzano la value relevance degli strumenti finanziari.

Il loro studio differisce dal precedente, poiché analizzano il potere discrezionale degli amministratori sulle informazioni indicate in Nota Integrativa. Oltre a scomporre la variabile B_t , identificano le componenti discrezionali e non delle informazioni a fair value dei prestiti.

Basandosi sull'equazione (A19) evidenziano la capacità degli investitori nel selezionare queste due componenti grazie alle informazioni sul *fair value*, come indicato dai coefficienti ottenuti, che assumono valore pari ad 1 quando non vi è discrezionalità, valori maggiori in caso contrario.

Le componenti non discrezionali sono direttamente proporzionali ai cambiamenti nei rischi dei crediti e dei tassi di interesse, mentre le componenti discrezionali sono lo strumento preferito dalla direzione per fornire ulteriori informazioni agli investitori.

Gli Autori evidenziano che i lettori del bilancio, nel valutare il valore societario, ritengono l'informativa aggiuntiva come attendibile e significativa.

Clarkson *et al.* ¹²⁶ (2004) analizzano l'influenza dell'informativa contabile nel settore cartaceo, in particolare sugli investimenti effettuati dalle società allo scopo di tutela dell'ambiente. Essendo un settore ad elevato tasso di inquinamento, gli Autori cercano di determinare le società che investono maggiormente nella salvaguardia dell'ambiente e quali meno. Essi scompongono il fattore B_t per identificarne il capitale destinato nel corso dell'esercizio e utilizzano la variabile v_t , *other information*, per rappresentare il grado di inquinamento. Gli investimenti vengono suddivisi in due categorie: gli acquisti in apparecchiature idonee alla riduzione dell'inquinamento stesso e gli investimenti generici. Gli Autori identificano una relazione positiva tra il valore di

¹²⁵ W.H. BEAVER, M. VENKATACHALAM, "Differential pricing of the discretionary and nondiscretionary components of loan fair values", working paper, Stanford University, (2000).

¹²⁶ P.M. CLARKSON, Y. LI, G.D. RICHARDSON, "The Market Valuation of Environmental Capital Expenditures by Pulp and Paper Companies", *The Accounting Review*, vol. 79, pp. 329-353, (2004).

mercato e le imprese con basso grado di inquinamento, negativa per le altre. Pertanto, giungono alla conclusione che per gli utilizzatori gli investimenti in tutela ambientale vengono ritenuti value relevant, sono per quelle imprese considerate poco inquinanti, con possibilità di incrementare i rendimenti futuri.

Aboody e Lev¹²⁷ (1998) analizzano la value relevance focalizzandosi sulle risorse immateriali. Queste hanno notevole importanza per gli investitori e il loro valore dovrebbe essere iscritto in bilancio, ma essendo di difficile identificazione, la loro stima potrebbe essere soggettiva e pertanto non corretta. Per tali motivi, i principi contabili preferiscono non includere i beni immateriali nel bilancio d'esercizio.

Gli Autori osservano la capitalizzazione delle spese di ricerca e sviluppo nelle imprese statunitensi operanti nel settore dei software. Tali società hanno la possibilità di iscrivere o meno le risorse immateriali in bilancio e sulla base delle scelte effettuate, ne viene valutata la value relevance.

Basandosi sull'equazione adottata da Francis e Schipper (1999), suddividono le attività di ricerca e sviluppo, gli oneri e gli ammortamenti dalle componenti patrimoniali e reddituali e i coefficienti di regressione individuano la relazione esistente con i prezzi delle azioni.

Attraverso lo sviluppo dell'equazione, Aboody e Lev evidenziano che le variabili connesse alle attività di ricerca e sviluppo e alla loro capitalizzazione sono significative per gli investitori, mentre gli oneri iscritti a conto economico non lo sono. In altre parole, per i lettori del bilancio l'informativa capitalizzazione delle attività immateriali è value relevant, ma l'imputazione a conto economico delle spese di sviluppo dei software non procurano loro nessuna informazione aggiuntiva nel calcolo del valore societario.

¹²⁷ D. ABOODY, B. LEV, "The value-relevance of intangibles: the case of software capitalization", *Journal of Accounting Research*, 36 suppl., pp. 161-191, (1998).

Lev *et al.*¹²⁸ (2007) sviluppano uno studio simile: paragonano la value relevance delle spese di ricerca e sviluppo, quando queste vengono imputate a stato patrimoniale e quando invece vengono spese a conto economico.

Prendono come riferimento un insieme di società statunitensi con elevato grado di R&D, dove secondo i principi contabili di riferimento, tutti i costi di ricerca e sviluppo, con l'eccezione dei software, devono essere spesi in conto economico. Non essendo previsto un periodo standard per effettuare l'ammortamento di queste attività, gli Autori ipotizzano un periodo da 1 ad 8 anni e sperimentano quale sia il migliore per ogni categoria di imprese.

Prendendo come riferimento anch'essi l'equazione (A20), identificano che i costi di ricerca e sviluppo, sono utili per gli investitori nel calcolo del valore societario, per quelle imprese operanti ad alti livelli di R&D. Come dimostrato da una crescita notevole del differenziale R^2 della regressione tra i bilanci stessi e i bilanci riformulati dagli Autori per tener conto della capitalizzazione e dell'ammortamento dei costi di ricerca e sviluppo.

Anche il valore dei marchi aziendali viene preso come riferimento negli studi della value relevance.

Barth *et al.*¹²⁹ (1998) si focalizzano su queste risorse immateriali e traggono le loro informazioni grazie ad una ricerca divulgata dal *Financial Word*.

Utilizzando la regressione (A19), evincono che il valore dei brand aziendali è positivamente correlato al valore societario. Pertanto, nella definizione del valore d'azienda, gli investitori ritengono value relevant anche l'informativa extra-contabile, per determinare il valore di quelle risorse immateriali non iscritte nel bilancio d'esercizio.

Sono dello stesso avviso anche Rajgopal *et al.*¹³⁰ (2003) che studiano l'E-commerce, analizzano un'informativa non finanziaria per valutare le società operanti nel settore.

¹²⁸ B. LEV, J. THOMAS, D. NISSIM, "On the informational usefulness of R&D capitalization and amortization" in Zambon S., Marzo G., *Visualising Intangibles: Measuring and Reporting in the Knowledge Economy*, cap. 5, pp. 97-128, (2007).

¹²⁹ M.E. BATH, M.B. CLEMENT, G. FOSTER, R. KASZNIK, "Brand values and capital market valuation", *Review of Accounting Studies*, vol. 3, pp. 41-68, (1998).

Prendendo anch'essi come riferimento l'equazione (A19), utilizzano al posto del termine v_t , *other information*, tre variabili utili agli investitori per calcolare le attività immateriali:

1. l'ammontare degli oneri di ricerca e sviluppo;
2. l'importo delle spese di marketing sostenute;
3. il livello mensile di "client" sulla piattaforma web dell'impresa.

Le prime due variabili possono essere desunte dal bilancio della società, anche se non iscritte in stato patrimoniale, per gli utilizzatori sono un indicatore utile nella valutazione delle risorse immateriali di futura creazione. Il livello di visitatori su base mensile, può essere richiesto a quelle società indipendenti, Pc Data Online, che informano sul numero di utenti connessi.

Attraverso l'analisi della regressione Rajgopal et al., evidenziano un R^2 che aumenta dal 59% al 78%, quando viene aggiunta questa variabile e che il coefficiente di regressione assume valori positivi. Inoltre, identificano una relazione positiva tra le spese in R&D e il valore attribuito alla società, relazione assente nel caso delle spese di marketing.

Gli Autori concludono, che le informazioni sulle variabili non finanziarie, come i costi di ricerca e sviluppo e l'utilizzo dei siti web, possono essere significative per gli investitori.

¹³⁰ S. RAJGOPAL, M. VENKARACHALAM, S. KOTHA, "The Value Relevance of Network Advantages: The Case of E-Commerce Firms", *Journal of Accounting Research*, vol. 41, pp. 135-162, (2003).

2.7 IL MODELLO DI EASTON E HARRIS

Oltre al modello di Ohlson precedentemente descritto, negli studi sulla value relevance, possiamo trovare i “*return models*”, ovvero i modelli che studiano ed analizzano il rapporto tra una variazione dei prezzi di borsa e i valori di bilancio. Tra i vari modelli presenti nella letteratura, il modello preso come riferimento è il modello di Easton e Harris (1991)¹³¹.

A differenza del modello di Ohlson, la motivazione principale della loro ricerca si basa sull'idea che il valore contabile (capitale proprio) e il valore di mercato sono entrambi "stock" variabili che indicano la ricchezza degli azionisti dell'azienda. Cercano di comprendere la capacità informativa del reddito d'esercizio e dei suoi cambiamenti intercorsi nei vari esercizi.

Le variabili utilizzate, sono rispettivamente, i rendimenti (variabile dipendente), e il reddito o la sua variazione nei vari esercizi, suddiviso per il prezzo delle azioni di inizio periodo (A/P_{-1}). Ne deriva che gli utili divisi dovrebbero essere associati ai rendimenti azionari. Ma anche se la finalità dei due modelli è diversa, nell'elaborazione del loro modello, Easton e Harris, prendono come riferimento la pubblicazione del 1989 di Ohlson, dove venivano già descritti gli aspetti maggiormente rilevanti del modello pubblicato nel 1995.

Le loro analisi empiriche principali si concentrano sui rendimenti primi perché rappresentano la misura reddituale definita nei modelli di valutazione presi come riferimento. Tuttavia, gran parte della letteratura empirica valuta l'associazione tra i redditi ed i prezzi di sicurezza, considerata come la relazione tra rendimenti imprevisti (anormali) e gli utili inaspettati.

Un metodo frequentemente utilizzato, per determinare gli utili inaspettati, è la variazione del reddito, a volte deflazionato con il prezzo delle azioni di inizio periodo.

¹³¹ P.D. EASTON, T.S. HARRIS, “Earnings as an Explanatory Variable for Returns”, *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n.1, (1991).

Dato l'errore di misura collegato agli utili imprevisti e la rilevanza della variabile dei livelli di reddito (A/P_{-1}) nei test di associazione dei rendimenti, è il caso di valutare se i livelli dei redditi sono utili quando si considera la relazione rendimenti inaspettati/utigli inattesi. Nelle regressioni multiple dei rendimenti anormali annuali, determinati sulla base di un modello di un mercato (mensile), sia per A/P_{-1} che per $\Delta A/P_{-1}$, la variazione dei livelli di reddito ha significativo potere esplicativo sulla variabile di variazione degli utili, e viceversa. Dato che entrambe le variabili di reddito misurano gli utili imprevisti con errore, gli Autori, prendendo come riferimento Brown *et al.* (1987)¹³², consigliano di mitigare l'effetto di tale errore includendo sia il livello del reddito sia le variazioni degli stessi come misure degli utili inattesi.

Per esempio, Lev (1989)¹³³ che esprime preoccupazione per il basso valore di R^2 negli studi statistici dei rendimenti/utigli, riporta l'attenzione sui livelli di reddito come una direzione di potenziale miglioramento.

Per sviluppare la loro teoria, Easton e Harris si focalizzano su due differenti possibilità:

1. *book value valuation model*
2. *earnings valuation model*

2.7.1 BOOK VALUE VALUATION MODEL

Il *book value valuation model* valuta la relazione esistente tra i prezzi, ovvero il valore di mercato e il valore contabile d'impresa, rappresentato dal patrimonio netto¹³⁴.

¹³² L. BROWN, P. GRIFFIN, R. HAGERMAN, M. ZMIJEWSKI. "An Evaluation of Alternative Proxies for the Market's Assessment of Unexpected Earnings." *Journal of Accounting and Economics*, pp. 159-94 (July 1987).

¹³³ B. LEV, "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research; Lessons and Directions from two Decades of Empirical Research", *Journal of Accounting Research*, pp. 153-192, (Supplement 1989).

¹³⁴ P.D. EASTON, T.S. HARRIS, "Earnings as an Explanatory Variable for Returns", *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n.1, (1991), pp. 19: "The primary model motivating this research relies on the idea that book value (owners' equity) and market value are both "stock" variables indicating the wealth of the firm's equity holders".

L'idea che il prezzo e il patrimonio netto sono entrambe le misure "stock" della ricchezza degli azionisti, può essere espressa più formalmente come:

(A22)

$$P_{jt} = BV_{jt} + u_{jt}$$

Dove:

P_{jt} = il prezzo per azione della società j al tempo t;

BV_{jt} = è il valore contabile per azione della società j al tempo t;

u_{jt} = la differenza tra P_{jt} e BV_{jt} .

Quindi il prezzo per azione P_{jt} è uguale al patrimonio netto per azione BV_{jt} , sommato ad una variabile aggiuntiva u_{jt} che rappresenta il differenziale tra valori di mercato e valori di bilancio.

La differenza tra P_{jt} e BV_{jt} può derivare da molti fattori tra cui la scelta di pratiche contabili prudenziali, che determinano scelte alternative comportanti una minore valorizzazione del patrimonio netto e da altre informazioni incluse nel prezzo, ma non ancora riflesse nei valori contabili.

La relazione tra le variabili "di flusso", può essere ottenuta prendendo le differenze prime delle variabili nell'equazione (A22) e formulando:

(A23)

$$\Delta P_{jt} = \Delta BV_{jt} + u'_{jt}$$

Dove:

ΔBV_{jt} = variazione del patrimonio netto per azione;

Ma in generale:

$$\Delta BV_{jt} = A_{jt} - d_{jt}$$

Dove:

A_{jt} = l'utile per azione della società j nel periodo di tempo da t-1 a t

d_{jt} = sono i dividendi pagati per azione della società; nel periodo di tempo da $t-1$ a t ¹³⁵.

In altre parole, la variazione di patrimonio netto per azione corrisponde al risultato d'esercizio e ai dividendi distribuiti, quando non vengono effettuati prelievi o aumenti di capitale.

Dividendo successivamente ogni membro dell'equazione per il prezzo delle azioni di inizio periodo si ottiene:

(A24)

$$(\Delta P_{jt} + d_{jt}) / P_{jt-1} = A_{jt} / P_{jt-1} + u''_{jt}$$

Dove, u''_{jt} rappresenta il differenziale tra i rendimenti azionari e il reddito per azione diviso il prezzo delle stesse ad inizio esercizio, in cui la prima variabile è funzione della seconda.

Se il prezzo delle azioni e il valore contabile sono correlati, come ci si potrebbe aspettare, allora il reddito diviso per il prezzo delle azioni di inizio periodo dovrebbe essere una variabile appropriata per spiegare i rendimenti.

2.7.2 EARNINGS VALUATION MODEL

L'*earnings valuation model* è un modello alternativo che esprime prezzo come un multiplo degli utili.

L'equazione è la seguente¹³⁶:

(A25)

¹³⁵ Op. cit : "Nell'analisi empirica tutti i dati sono stati adeguati per riflettere il presupposto implicito che i prezzi, i dividendi, e le variabili contabili sono calcolati sulla base della partecipazione in un particolare momento. Inoltre, in linea di principio, d_{jt} , riflette i prelievi netti dei titolari della società.

¹³⁶ Il coefficiente p è spesso ipotizzato costante tra le imprese e i periodi di tempo (ad esempio, un'analisi empirica in BLM e Ohlson (1989) nel theoretical framework).

$$P_{jt} + d_{jt} = pA_{jt} + v_{jt}$$

Dove:

P_{jt} = prezzo di un'azione;

pA_{jt} = risultato per azione;

v_{jt} = margine di errore.

In tale equazione, il prezzo raffigura il valore societario ed è funzione del risultato d'esercizio. La variabile v_{jt} indica l'errore, ovvero la differenza che intercorre tra il risultato d'esercizio e il reddito che la società riuscirà a generare nei futuri esercizi. Tale equazione, assumendo che il dividendo è pagato al tempo t , ma che non ci sono dividendi pagati al tempo $t-1$ con $d_{jt} = 0$ ¹³⁷, assume la seguente forma:

(A26)

$$(P_{jt} + d_{jt}) / P_{jt-1} = p[A_{jt} / P_{jt} - 1] + v''_{jt}$$

Dove:

$(\Delta P_{jt} + d_{jt}) / P_{jt-1}$ = il rendimento dell'impresa;

$\Delta A_{jt} / P_{jt-1}$ = prezzo delle azioni di inizio periodo;

v''_{jt} = margine di errore.

Il termine $(\Delta P_{jt} + d_{jt}) / P_{jt-1}$ è funzione della variazione del risultato d'esercizio, suddivisa per il termine $\Delta A_{jt} / P_{jt-1}$.

Questa equazione suggerisce che in una prospettiva di valutazione degli utili, i livelli degli utili (divisi dai prezzi di inizio periodo) possono essere associati con i rendimenti.

Gli Autori, dopo aver descritto le due prospettive, evidenziano che per la maggior parte delle imprese, il prezzo delle azioni è probabilmente una funzione

¹³⁷ P.D. EASTON, T.S. HARRIS, "Earnings as an Explanatory Variable for Returns", *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n.1, (1991), pp. 22." *Implicit in equation (7) is the assumption that a dividend is paid at time t but there is no dividend paid at time $t - 1$. If a dividend is paid at $t - 1$ ".*

sia del valore contabile sia degli utili. Prendendo come riferimento la pubblicazione di Ohlson (1989) suggeriscono che la variabile u_{jt} nell'equazione (A22) è in parte una funzione dei ricavi. Combinando il modello "book value only" (simile, in linea di principio all'equazione (A24)) e il modello "earnings only" (riassunto, in linea di principio dall'equazione (A26)), Ohlson propone una relazione di valutazione dove il prezzo è funzione ponderata del valore contabile e degli utili¹³⁸.

Le equazioni combinate danno:

(A27)

$$(\Delta P_{jt} + d_{jt}) / P_{jt-1} = kp[\Delta A_{jt} / P_{jt} - 1] + (1-k)[A_{jt} / P_{jt-1}] + w_{jt}$$

Dove:

w_{jt} rappresenta il ben noto termine di errore;

k rappresenta il fattore di ponderazione del contributo della variazione degli utili rispetto ai livelli di reddito, nella spiegazione dei rendimenti azionari.

Questa equazione, di cui sono state fatte successive elaborazioni, viene diffusamente utilizzati negli studi sulla value relevance, dove il rendimenti assumono sempre il ruolo della variabile dipendente.

Svolgendo un'analisi empirica del modello, è preferibile introdurre un'intercetta che considera le possibili variabili omesse, quali il termine w_{jt} e un ulteriore termine di errore che rappresenta il differenziale tra i valori ottenuti dall'analisi empirica e i valori osservati.

La regressione maggiormente utilizzata, nel modello di Easton e Harris è la seguente:

(A28)

$$R_{jt} = \gamma_{0t} + \gamma_{1t}[A_{jt} / P_{jt-1}] + \gamma_{2t}[\Delta A_{jt} / P_{jt-1}] + \varepsilon_{jt}^A$$

¹³⁸ P.D. EASTON, T.S. HARRIS, "Earnings as an Explanatory Variable for Returns", *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n.1, (1991), pp. 23:" Ohlson's [1989a] model provides a role for earnings and book value in a dynamic uncertainty environment that relies on the simple "clean-surplus" relation (that is, $ABV_{jt} = A_{jt} - d_{jt}$) and the Miller and Modigliani [1961] propositions. While we provide a more heuristic analysis, it should be noted that relations (4), (7), and (9) are consistent with the Ohlson model in which earnings and book value are defined as "primitive" and fundamental economic variables".

Dove:

$$R_{jt} = (\Delta P_{jt} + d_{jt})P_{jt-1}$$

Sia il modello di Easton e Harris, sia il modello di Ohlson, anche se utilizzano differenti variabili, hanno il medesimo fine valutativo. In entrambi i modelli, il valore societario viene determinato attraverso l'utilizzo di due componenti: il reddito e il patrimonio.

Per comprendere al meglio il modello di Easton e Harris, bisogna considerare le società come un insieme di beni, il cui valore viene determinato attraverso le informazioni contenute nel patrimonio, poiché correlati al costo del capitale investito, alcuni beni invece, generano rendimenti anomali e vengono valorizzati sulla base dei risultati ottenuti.

2.8 IL MODELLO DI OHLSON E IL MODELLO DI EASTON E HARRIS A CONFRONTO

Easton e Harris, come anticipato precedentemente, incorporano due differenti tipologie di modelli: reddituali e patrimoniali. La loro metodologia prende come riferimento il modello di Ohlson, ma per quanto attiene i coefficienti della regressione non chiariscono quali sono i fattori che saranno ponderati nei modelli del *book value valuation model* e dell'*earnings valuation model*, mentre nel modello di Ohlson questi fattori sono distinti e facilmente identificabili. Inoltre, il modello di Ohlson ha un quadro teorico di riferimento stabile e rigoroso, anche negli sviluppi empirici.

Anche nella pubblicazione di Easton ¹³⁹ (1999), l'Autore riconosce la coincidenza dei due modelli.

I fattori $(1-k)$ e k , sono utilizzati per ponderare le componenti reddituali e patrimoniali nel modello di Ohlson, il reddito e la variazione dello stesso nel modello di Easton e Harris. In altre parole, i coefficienti sono i medesimi per entrambi i modelli e pertanto saranno condizionati dai medesimi fattori.

Questi fattori, se simili nel modello di Ohlson, saranno quindi il tasso di rendimento normale sul capitale investito e il la permanenza nel tempo del sovra reddito, indicata dalla variabile ω .

Infine, bisogna fare una precisazione sulla variabile "*other information*" presente in entrambi i modelli, ma in modo differente. In questa categoria, vengono racchiuse tutte quelle informazioni rilevanti per gli investitori e di influenza del prezzo, che non hanno i presupposti per essere iscritte in bilancio.

Nel modello di Ohlson, viene osservato il grado delle "*other information*", mentre nel modello di Easton e Harris viene analizzata solo la differenza da un

¹³⁹ EASTON P.D., "Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data", *Accounting Horizons*, vol. 13, n. 4, (1999).

esercizio all'altro. In altre parole, nel primo modello vengono considerate tutte le variabili prese in esame, mentre nel secondo solo la loro variazione.

Una possibile spiegazione potrebbe essere racchiusa nella variabile dipendente del modello di Ohlson, ovvero il prezzo. In questo caso, tutte le informazioni possono influenzarne il livello, mentre nel modello di Easton e Harris, essendo i prezzi funzione dei rendimenti, sono una variazione nelle "*other information*" può incidere sui primi e determinare di conseguenza i secondi.

Essendo questa variabile spesso omessa nelle formulazioni empiriche che studiano la value relevance, è importante analizzare entrambe le situazioni, quando vi è questa mancanza.

Omettere questo tipo di variabili nel modello di Easton e Harris, comporta un'incertezza molto più discreta, poiché solo la loro variazione è significativa, rispetto al modello di Ohlson, dove invece viene posta l'enfasi sulla loro esistenza. In altre parole, le conseguenze pratiche dei due modelli sono differenti.

Inoltre, un'ulteriore differenza che viene riscontrata è la presenza nel modello di Ohlson del dividendo distribuito nell'esercizio t-1, assente nel modello degli altri due Autori. La spiegazione di questa mancanza è semplice: Easton e Harris ipotizzano l'impresa non distribuirà dividendi nell'esercizio t-1. Anche lo stesso Easton (1999) giustifica questa assenza, indicando che non essendo una variabile di peso influente, la distorsione nella stima dei coefficienti risulterà minima.

2.9 LA VARIABILE SOLITAMENTE OMESSA NEGLI STUDI SULLA VALUE RELEVANCE: LE “OTHER INFORMATION”

Sia nel modello di Ohlson che nel modello di Easton e Harris, viene omessa la variabile “*other information*”, che come ricordato in precedenza incorpora tutte quelle informazioni rilevanti per il bilancio d’esercizio, ma che non soddisfano i requisiti per essere iscritte in esso. Alcuni Autori, come Kothari e Zimmerman¹⁴⁰ (1995) giustificano l’esclusione di questa variabile, evidenziando che verrà individuata dal termine di errore e dall’intercetta, la cui funzione di quest’ultima è proprio l’identificazione delle variabili omesse nella regressione.

Nell’ottica di Ohlson¹⁴¹ (2001), tali informazioni v_t verranno incorporate negli esercizi successivi, in quanto non ancora presenti nelle voci di bilancio. Pertanto, per poterle determinare bisognerà analizzare l’effetto che generano nelle previsioni degli investitori sui futuri guadagni.

Essendo accessibili numerosi elementi sulle attese degli analisti finanziari e di conseguenza sui redditi anomali attesi, è possibile determinare il valore della variabile *other information*.

Vi sono tuttavia delle difficoltà. Bisogna soffermarci sul fatto che le supposizioni degli analisti possono divergere tra loro e di conseguenza l’utilizzo di valori ineguali comporta differenti risultati e un’attribuzione imperfetta del valore di v_t .

In questa situazione, la variabile “*other information*” non rappresenterebbe le attese di tutti i soggetti coinvolti, ma sarebbe una ponderazione di esse, rappresentando la convinzione dominante.

¹⁴⁰ KOTHARI S.P., ZIMMERMAN J.L., “Price and return models”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, n. 2, pp. 123-225, (1995).

¹⁴¹ OHLSON J.A., “Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective”, *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 661-687, (2001).

CAPITOLO 3: GLI STUDI SULLA VALUE RELEVANCE SUL SISTEMA BANCARIO EUROPEO

INTRODUZIONE

Il contesto bancario è uno dei settori più analizzati in tema di value relevance, per tre motivi fondamentali:

- il primo è correlato al modello di Ohlson per quanto attiene la neutralità nei confronti di scelte contabili conservative. In particolare nelle decisioni relative alla stima delle perdite su crediti;
- l'attività caratteristica delle banche, ovvero la generazione di valore anche attraverso le poste passive di bilancio, quali per esempio i depositi. Anche sotto una visione valutativa, nella formazione del reddito bancario bisogna tener conto anche del “mark-down”, ovvero del margine determinato dalla raccolta dei depositi stessi.
- Infine, l'applicazione del “residual income” che permette ai redditi anomali generati di essere connessi alle attività intangibili bancarie, quali le attività di raccolta ed impiego.

Gli studi condotti negli Stati Uniti sul sistema bancario e sul principio contabile SFAS 107¹⁴² in materia di contabilità al fair value degli strumenti finanziari delle attività e delle passività, sono limitati e ogni lavoro determina conclusioni differenti.

Nelson¹⁴³ (1996), Eccher *et al.*¹⁴⁴ (1996) e Barth *et al.*¹⁴⁵ (1996) selezionano campioni affini per valutare la value relevance incrementale del fair value sulle principali categorie di attività e passività bancarie regolamentate dallo SFAS

¹⁴² La definizione di contabilità al fair value dello SFAS 107 è la stessa dello IAS 39.

¹⁴³ K. K. NELSON, “Fair value accounting for commercial banks: an empirical analysis of SFAS 107”, *The Accounting Review*, vol. 71, n. 2, pp. 161-182, (1996).

¹⁴⁴ E.A. ECCHER, K. RAMESH, S. RAMU THIAGARAJAN, “Fair value disclosures by bank holding companies”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, n.1-3, pp. 78-117, (1996).

¹⁴⁵ BARTH M.E., BEAVER W.H., LANDSMAN W.R., “Value-Relevance of banks fair value, disclosures under SFAS 107”, *The Accounting Review*, vol. 71, pp. 513-537, (1996).

107. Ogni Autore analizza la differenza tra il valore di mercato e il valore contabile del patrimonio netto e tra il valore contabile e il fair value delle attività e passività delle banche campione. Tutte le pubblicazioni vengono effettuate nello stesso arco temporale (1992-1993), ma i risultati sono dissimili. Nelson (1996) ed Eccher *et al.* (1996) non trovano nessun potere esplicativo incrementale dell'informativa al fair value dei prestiti. Barth *et al.* (1996) evidenziano che i prestiti valutati al fair value hanno un potere esplicativo incrementale sul prezzo delle azioni bancarie, al di là del previsto valore contabile.

Nelson (1996) analizza l'associazione tra il valore di mercato delle azioni ordinarie bancarie e le stime al fair value regolamentate dallo SFAS 107. L'Autore prende come campione di riferimento le 200 maggiori holding bancarie statunitensi e ottiene che le misure al fair value per gli investimenti, i prestiti, i depositi, il debito a lungo termine e strumenti finanziari non sono value relevant per il valore contabile.

Barth *et al.* (1996), invece, dimostrano che i prestiti valutati al fair value hanno un potere esplicativo incrementale. Analizzano un campione di 136 banche statunitensi indicando che le differenze tra i valori al fair value e i valori contabili dei titoli, prestiti e debiti a lungo termine sono value relevant, ma quelle dei depositi non lo sono.

Infine, Khurana e Kim¹⁴⁶ (2003) studiano la value relevance regolamentata dallo SFAS 107 in un arco temporale differente: tra gli anni 1995 e 1998. Prendono come riferimento 953 società che rappresentano 302 holding bancarie distinte, effettuando un'analisi di regressione sul fair value e sul costo ammortizzato delle attività e passività confrontando il valore di mercato delle banche. I risultati dimostrano che il costo storico è più esplicativo rispetto al fair value, per le banche classificate come minoritarie e per le banche non soggette all'influenza degli analisti. Un'analisi aggiuntiva indica inoltre, come i prestiti e depositi valutati al costo storico, forniscono maggiori contributi informativi nei due sottoinsiemi di banche.

¹⁴⁶ I.K. KHURANA, M.S. KIM, "Relative value relevance of historical cost vs fair value: evidence from bank holding companies", *Journal of Accounting & Public Policy*, vol. 22, pp. 19-42, (2003).

Nissim¹⁴⁷ (2003) studia invece l'affidabilità della disclosure dei prestiti al fair value. L'Autore indaga se il management ha incentivi a sopravvalutare i prestiti al fair value e se questi incentivi sono positivamente correlati ai rischi bancari e negativamente alle performance delle stesse. L'attenzione viene posta sui prestiti perché le banche hanno maggiori abilità nel gestire queste stime, rispetto a quelle degli altri strumenti finanziari. Vengono analizzate 157 banche nell'anno 1994 e 155 nel 1995, e in entrambi i campioni l'informativa dei prestiti al fair value è correlata agli incentivi dei manager e alla loro abilità di sovrastimarli. I risultati evidenziano che il grado di sopravvalutazione è correlato negativamente al patrimonio, alla crescita delle attività, alla liquidità e al valore contabile dei prestiti lordi, mentre è correlato positivamente al tasso delle perdite sui crediti.

Focalizziamoci ora nel sistema bancario europeo.

In questo paragrafo verranno analizzati gli studi effettuati dai vari Autori in tema di value relevance sulle maggiori banche europee. Vediamo nel dettaglio le seguenti pubblicazioni.

¹⁴⁷ D. NISSIM, "Reliability of banks' fair value disclosure for loan", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 20, n. 4, pp. 355-384, (2003).

3.1. LA VALUE RELEVANCE DEI PRESTITI BANCARI AL FAIR VALUE

Gli Autori Drago, Mazzucca e Trinca Colonel¹⁴⁸ (2013), nella loro pubblicazione intitolata *“Do loans fair value affect market value? Evidence from European banks”* contribuiscono alla letteratura esistente per diversi aspetti: propongono un'analisi empirica sulla rilevanza che il mercato attribuisce ai prestiti valutati al fair value in Europa, utilizzano una raccolta hand-collected dei dati contenente tutte le informazioni sui prestiti al fair value delle banche europee quotate negli anni tra il 2005 e il 2008 ed infine l'analisi condotta si estende su un periodo di tempo unico, che comprende sia il periodo pre-crisi che quello della crisi stessa. In quegli anni le banche e gli istituti di credito erano significativamente influenzati dai principi internazionali IAS e IFRS, introdotti nel 2005. Una delle maggiori innovazioni diffusa dal nuovo regime contabile poteva essere riscontrata nello IAS 39, il principio in materia di riconoscimento e valutazione degli strumenti finanziari. Lo IAS 39 introduceva l'uso e l'obbligatorietà del fair value per le diverse categorie di strumenti finanziari (come ad esempio per la maggioranza dei titoli e dei derivati). Secondo lo IAS 39, *“il fair value rappresenta l'ammontare con cui un bene potrebbe essere scambiato o un debito pagato, tra parti consapevoli e disponibili in un'operazione a condizioni di mercato”*.

Le banche sono maggiormente influenzate da questo principio, poiché sia le loro attività che passività sono composte in maggior misura da strumenti finanziari. Nella loro valutazione, le banche possono utilizzare due diversi criteri:

1. il costo ammortizzato
2. il fair value.

Non vi è nessuna indicazione su quale criterio sia preferibile all'altro.

¹⁴⁸ D. DRAGO, M. MAZZUCCA, R. TRINCA COLONEL, “Do loan fair value affect market value? Evidence from European bank”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 21, n. 2, pp. 108-120, (2013)

Per esempio, l'utilizzo del costo storico può causare un numero rilevante di errori di misurazione e maggiori manipolazioni da parte dei manager¹⁴⁹. Se invece guardiamo il fair value, la sua debolezza riguarda la potenziale inaffidabilità¹⁵⁰. Altri Autori¹⁵¹, invece sostengono che, l'utilizzo di una contabilità al fair value potrebbe migliorare la regolamentazione delle istituzioni.

Secondo lo IAS 39, i prestiti devono essere valutati al costo ammortizzato, se valutati al fair value devono essere indicati in nota integrativa.

Drago, Mazzucca e Trinca Colonel (2013) analizzano la value relevance dall'introduzione dei principi contabili internazionali, per esaminare la rilevanza dei due metodi di misurazione, costo ammortizzato e fair value, sui prestiti bancari.

Gli Autori si pongono il seguente quesito: *“i prestiti valutati al fair value hanno un potere esplicativo incrementale sul prezzo delle azioni bancarie, al di là di quello previsto dal valore contabile?”*

Per rispondere, gli Autori hanno effettuato un'analisi empirica su un campione di 83 banche quotate europee negli anni tra il 2005 e il 2008. L'analisi effettuata, in linea con le pubblicazioni di Collins *et al*¹⁵² (1997) e Barth *et al*¹⁵³ (1998), consiste nell'utilizzo di un modello di regressione dove il prezzo delle azioni, variabile dipendente, è correlato a variabili che rappresentano il valore di mercato d'impresa, quali il valore contabile e gli utili, più una variabile che

¹⁴⁹ W.H. BEAVER, S. DATAR, M. A. WOLFSON, “The role of market value accounting in the regulation of insured depository institution”, in J. Barth and D. Brumbaugh, *The Reform of Deposit Insurance: Disciplining the Government and Protecting Taxpayers*, Harper Business, New York, (1992).

¹⁵⁰ D. NISSIM, “Reliability of banks fair value disclosure for loans”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 20, n. 4, pp. 355-384, (2003).

¹⁵¹ A. N. BERGER, K. K. KING, J. M. O'BRIEN, “The limitations of market value accounting and a more realistic alternative”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 15, n. 4/5, pp. 753-783, (1991); V.L. BERNARD, R. MERTON, K. PALEPU, “Mark-to-market accounting for US banks and thrifts: lessons from the Danish experience”, *Journal of Accounting Research*, vol. 33, n. 1, pp. 1-32, (1995); C.S. MORRIS, G.H. Jr SELLON, “Market value accounting for banks: pros and cons”, *Economic Review*, March, pp. 5-19, (1991).

¹⁵² D.W. COLLIS, E.L. MAYDEW, I.S. WEISS, “Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty year”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, n.1, pp. 39-67, (1997).

¹⁵³ BARTH M.E., CLEMENT M.B., FOSTER G., KASZNIK R., “Brand values and capital market valuation”, *Review of Accounting Studies*, vol. 3, pp. 41-68, (1998).

cattura la differenza tra il valore contabile dei prestiti, il fair value e altre variabili di controllo.

L'approccio empirico utilizzato è riassunto nella seguente equazione:

$$p_{it} = \beta_0 + \beta_1 BVE_TOT_{it} + \beta_2 NetIncome_{it} + \beta_3 DIFF_BLFL_{it} + \beta_4 TotalAsset_{it} + \beta_5 Mutual_{it} + \beta_6 Lower_{it} + \beta_7 Upper_{it} + \beta_8 Crisis_{it} + \beta_9 Pigs_{it} + \mu_{it}$$

Dove:

p_{it} = prezzo delle azioni della banca i nell'anno t ;

BVE_TOT_{it} = valore contabile delle azioni della banca i nell'anno t ;

$NetIncome_{it}$ = utili per azione della banca i nell'anno t ;

$DIFF_BLFL_{it}$ = differenza tra il valore contabile dei prestiti e il fair value della banca i nell'anno t ;

$TotalAsset_{it}$ = totale delle attività della banca i nell'anno t ;

$Mutual_{it}$ = variabile "dummy" della banca i nell'anno t , assume valore 1 se la banca è una cooperativa, 0 altrimenti;

$Lower_{it}$ = variabile "dummy" della banca i nell'anno t , assume valore 1 se il totale delle attività della banca $<$ primo quartile, 0 altrimenti;

$Upper_{it}$ = variabile "dummy" della banca i nell'anno t , assume valore 1 se il totale delle attività della banca $>$ terzo quartile, 0 altrimenti;

$Crisis_{it}$ = variabile "dummy" della banca i nell'anno t , assume valore 1 per l'anno 2008 e 0 per gli anni 2005-2007;

$Pigs_{it}$ = variabile "dummy" della banca i nell'anno t , assume valore 1 per le banche del Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna, 0 altrimenti.

Tutti i membri, ad eccezione delle variabili "dummy", sono divisi per il numero delle azioni. Il valore contabile per azione è ottenuto sottraendo l'utile netto al valore contabile per evitare problemi di multicollinearità.

Concordando con Barth *et al.*¹⁵⁴ (1996), per gli Autori la variabile chiave, ottenuta dalla differenza tra il valore contabile e il fair value dei prestiti, è significativa e negativamente correlata al prezzo delle azioni della banca, a differenza del valore contabile e del valore degli utili che sono positivamente correlati. Identificano 3 tipi di variabili “dummy”: *Lower* e *Upper* (2 variabili “dummy” utilizzate per misurare il possibile impatto sulle dimensioni della banca) e *Total Assets*. La relazione tra la dimensione delle banche e il prezzo delle azioni può essere sia negativa sia positiva. Per esempio, una relazione positiva può essere rappresentata dal fatto che le maggiori banche erogano prestiti più facilmente ai diversi istituti di credito ed utilizzano in modo migliore il progresso tecnologico¹⁵⁵. Altri Autori¹⁵⁶, sostengono invece che, una relazione positiva è dovuta dalla presenza degli effetti delle economie di scala. Anche se le economie di scala sono parte fondamentale della teoria dell’intermediazione finanziaria, la ricerca empirica non è riuscita a supportarla a causa della presenza di avvenimenti incontrollati¹⁵⁷.

¹⁵⁴ M.E BARTH., W.H.BEAVER, W.R.LANDSMAN, “Value-Relevance of banks fair value disclosures under SFAS 107”, *The Accounting Review*, vol. 71, pp. 513-537, (1996).

¹⁵⁵ P.E. STRAHAN, J.P. WESTON, “Small business lending and the changing structure of the banking industry”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, n. 6-8, pp. 821-845, (1998); J. AKHAVEIN, W.S. FRAME, L.J. WHITE, “The diffusion of finance innovations: an examination of the adoption of small business credit scoring by large banking organizations”, *Working Paper n.9*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, GA, (2001); R.A. COLE, L.G. GOLDBERG, L.J. WHITE, “Cookie cutter vs character: the micro structure of small business lending by large and small banks”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, n.2, pp. 227-251, (2004); M. PETERSEN, “Information: hard and soft”, working paper, Kellogg Graduate School of Management, Northwestern University, Evanston, IL, (2004).

¹⁵⁶ A.N. BERGER, R.S. DEMSTZ, P.E. STRAHAN, “The consolidation of the financial services industry: causes, consequences and implications for the future”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 23, n. 2-4, pp. 135-194, (1999); A.N. BERGER, L.J. MESTER, “Inside the black box: what explains differences in the efficiencies of financial institutions?”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 21, n.7, pp. 895-947, (1997); R. DE YOUNG, J.P. HUGHES, C.G. MOON, “Regulatory covenant enforcement and the efficiency or risk-taking at US commercial banks”, *Economics Working Paper n. 98-1*, Office of the Comptroller of the Currency, Washington, DC, (1998); J.P. HUGHES, “Incorporating risk into the analysis of production”, *American Economic Journal*, vol. 27, n.1, pp.1-23, (1999); J.P. HUGHES, L.J. MESTER, “Bank capitalization and cost: evidence of scale economies in risk management and signaling”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 80, n. 2, pp. 314-325, (1998).

¹⁵⁷ B. BOSSON, J. LEE, “In finance, size matters: the ‘systemic scale economies? Hypothesis”, *IMF Staff Papers*, n. 51, pp- 19-46, (2004).

Drago, Mazzucca e Trinca Colonel sostengono che un'altra possibile variabile di controllo deriva dalla forma giuridica o status della banca: effettuano una classificazione tra banche cooperative e non cooperative, poiché le prime sono posizionate nei mercati finanziari diversamente rispetto alle altre banche e tendono ad avere clienti locali. Tuttavia, essendo questi clienti gli azionisti della banca, spesso vengono stabilite relazioni a lungo termine. Come evidenziato da Agostino *et al.*¹⁵⁸ (2010) le banche cooperative possono essere meno trasparenti a causa della loro particolare struttura proprietaria, e quindi meno motivate a fornire informazioni al mercato. In questa situazione, il rapporto dovrebbe essere negativo, perché ipotizzano che gli investitori, a causa della limitata trasparenza, sminuiscono il valore di mercato della banca.

Le variabili “dummy” $Crisis_{it}$ e $Pigs_{it}$ sono previste dagli Autori per influenzare in modo significativo e negativo il prezzo delle azioni della banca, poiché i paesi osservati, quali Portogallo, Spagna, Italia, Irlanda e Grecia, sono quelli maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria.

Gli Autori hanno collezionato i dati sui prezzi delle azioni utilizzando il database *Datastream*, prendendo come riferimento il prezzo delle azioni alla fine di aprile. Inoltre, per verificare l'affidabilità e la robustezza dei risultati delle analisi, considerano anche il prezzo delle azioni successive alla fine di giugno e di settembre. Si focalizzano sul valore contabile dei prestiti e sul loro valore al fair value, riscontrando maggiori difficoltà nell'individuare quest'ultima tipologia di dati, poiché non presenti in nessun database pubblico (la comunicazione è divenuta obbligatoria dal 2005) ed estrapolandoli direttamente dalle note di bilancio di ciascuna banca del campione, per ogni esercizio considerato. I bilanci sono stati ottenuti dai siti web di ogni istituto di credito, se disponibili. Un'ulteriore difficoltà riscontrata dagli Autori nell'ottenere il valore a fair value dei prestiti riguarda le note al bilancio: non esistendo un formato standard, ogni banca le predispone in modo differente, spesso anche all'interno dello stesso paese. Per questi motivi, l'insieme dei dati da loro raccolti sui valori al fair value dei prestiti è di tipo “hand collected” ed alquanto originale. Il valore contabile dei

¹⁵⁸ M. AGOSTINO, D. DRAGO, D.B. SILIPO, “ The value relevance of IFRS in the European banking industry”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 36, n. 3, pp. 437-457, (2010).

prestiti, i valori patrimoniali e gli utili sono stati estrapolati dagli Autori direttamente dallo stato patrimoniale e dal conto economico, al fine di preservare l'omogeneità degli stessi, mentre le informazioni sulla forma giuridica e sulla dimensione erano disponibili nelle relazioni annuali delle banche.

Il periodo che Drago, Mazzucca e Trinca Colonel prendono come riferimento riguarda il triennio 2005-2008, selezionato per catturare gli avvenimenti pre e post crisi globale.

Il primo anno di analisi è il 2005, essendo l'anno in cui è stato introdotto il principio contabile IAS 39. Gli Autori includono nel loro campione 83 banche europee rispettivamente appartenenti a 12 stati, quali Austria, Spagna, Portogallo, Belgio, Italia, Lussemburgo, Germania, Francia, Paesi Bassi, Finlandia e Grecia.

Nella selezione del campione, hanno utilizzato un unico criterio: ogni banca considerata doveva appartenere ad uno degli stati europei sopra indicati. Inoltre, hanno adottato il criterio di classificazione indicato da *Datastreaming*, che identifica come banche le istituzioni finanziarie la cui attività principale è bancaria, escludendone le altre.

Questo campione potrebbe essere considerato sbilanciato, a causa delle fusioni ed acquisizioni (M&A), il cui settore bancario europeo è spesso sottoposto¹⁵⁹ e di conseguenza implicare l'insufficienza di dati per l'analisi di regressione, dovuti appunto alle continue operazioni di M&A, alla costituzione di nuove banche e ai collassi bancari. Per questo motivo, non tutte le banche sono state inserite nel campione per l'intero periodo di studio.

Come ultimo step, gli Autori hanno cercato il valore a fair value dei prestiti contenuti nei report annuali delle banche, anche se talvolta questi dati non sono risultati disponibili e così molte banche inizialmente incluse nel campione, sono state poi escluse.

¹⁵⁹ Gli Autori evidenziano che con l'utilizzo un campione puramente equilibrato, sarebbero state escluse molte banche di grandi dimensioni.

Infatti, gli stessi evidenziano come il campione iniziale fosse costituito da 131 banche, a causa dei valori non disponibili, il numero finale di banche è stato ridotto a 83, di cui il 24% è costituito da banche cooperative.

L'analisi condotta considera sia i bilanci individuali sia i bilanci consolidati.

Gli Autori osservano che vi sono notevoli valori mancanti nella loro raccolta di dati e giustificano pertanto la scelta di un campione sbilanciato. Nel caso della variabile $DIFF_BLFL_{it}$, che indica la differenza tra il valore contabile dei prestiti e il fair value per ogni banca, la mancanza riscontrata è dovuta dalla scarsità di informazioni sulle stime a fair value dei prestiti, nonostante l'introduzione del principio contabile IAS 39 in tutti i paesi europei.

Nella loro analisi empirica, Drago, Mazzucca e Trinca Colonel eseguono una regressione multipla multivariata per valutare la relazione tra le variabili dipendenti ed esogene.

Le variabili dipendenti rappresentano i prezzi delle azioni bancarie e il rapporto tra queste e il loro valore contabile, rappresentato dalla variabile BVE_TOT_{it} è positivo e rilevante.

Per gli Autori il valore contabile e l'utile netto assumono un ruolo fondamentale nel definire e controllare il prezzo delle azioni bancarie.

Come precedentemente evidenziato anche da Collins *et al.*¹⁶⁰ (1997) e Carnevale *et al.*¹⁶¹ (2012), esiste una relazione positiva tra le variabili contabili sopra descritte e il prezzo delle azioni.

Inoltre, sottolineano che nel tempo, tutte le variabili contabili tendono a perdere importanza, ad eccezione del valore contabile.

Drago, Mazzucca e Trinca Colonel concludono la loro pubblicazione affermando che le stime del fair value dei prestiti sono value relevant, poiché il fair value ha un potere esplicativo incrementale per i prezzi delle azioni delle banche, in relazione al valore contabile del prestito. Questi esiti sono coerenti

¹⁶⁰ D.W. COLLIS, E.L. MAYDEW, I.S. WEISS, "Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty year", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, n.1, pp. 39-67, (1997).

¹⁶¹ C. CARNEVALE, M. MAZZUCCA, S. VENTURINI, "Corporate social reporting in European banks: the effects on a firm's market value", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 19, n. 3, pp. 159-177, (2012).

con quanto evidenziato da Barth *et al.*¹⁶² (1996), ma divergono da quanto sostenuto da Eccher *et al.*¹⁶³ (1996) e Nelson¹⁶⁴ (1996).

Gli Autori evidenziano il problema che nel bilancio di molte banche, nonostante quanto indicato dai principi contabili, il valore a fair value dei prestiti non venga riportato. Aggiungono che i manager dovrebbero dare maggior riguardo all'importanza che i mercati finanziari attribuiscono al fair value dei prestiti, poiché questo valore viene spesso sottovalutato. Una delle cause potrebbe essere il fatto che le banche identificano il fair value come uno strumento non rilevante per gli investitori, poiché lo considerano un criterio contabile non appropriato sul quale valutare le attività illiquide, come i prestiti (o le attività che sono detenute fino a scadenza). Anche se questa categoria di beni è di difficile valutazione con criteri come il mark-to-market o affini, il costo storico non potrebbe rappresentare una soluzione alternativa¹⁶⁵.

Aggiungono che le implicazioni per le autorità di regolamentazione e gli standard setter sono meno chiare per tre ragioni:

1. si trovano ad affrontare compromessi tra la rilevanza e l'affidabilità o tra la trasparenza e la stabilità finanziaria. In altre parole, il fair value accounting aumenterebbe la trasparenza di portafoglio delle banche, ma potrebbe portare effetti negativi¹⁶⁶;
2. non è definito il ruolo svolto dalle autorità di regolamentazione e il ruolo degli standard; né quale responsabilità ognuno di questi ha;

¹⁶² M.E.BARTH, W.H.BEAVER, W.R.LANDSMAN, "Value-Relevance of banks fair value disclosures under SFAS 107", *The Accounting Review*, vol. 71, pp. 513-537, (1996).

¹⁶³ E.A. ECCHER, K. RAMESH, S.R.THIAGARAJAN, "Fair value disclosures by bank holding companies", *Journal of Accounting and Economics*, vol.11, pp. 79-117, (1996).

¹⁶⁴ NELSON K. K., "Fair value accounting for commercial banks: an empirical analysis of SFAS 107", *The Accounting Review*, vol. 71, n. 2, pp. 161-182, (1996).

¹⁶⁵ Op. cit. C. LAUX, C. LEUZ (2009).

¹⁶⁶ Op. cit. C. LAUX, C. LEUZ (2009).

3. è un'illusione credere che ignorando i prezzi di mercato o le informazioni correnti, si crea una base per un sistema bancario più solido¹⁶⁷.

Per gli Autori bisognerebbe cercare metodi alternativi di valutazione o designare un sistema dove diversi criteri coesistano, eventualmente combinati a meccanismi di aggiustamento supplementari.

Concludono la loro pubblicazione asserendo di essere consapevoli che i risultati del loro studio rappresentano uno step iniziale per la valutazione delle stime a fair value dei prestiti bancari, ma aggiungono che potrebbero essere utili per identificare uno dei possibili percorsi da seguire, e spiegare ciò che spinge le decisioni degli investitori. Identificano value relevant i prestiti al fair value, poiché influenzano le reazioni degli investitori al momento della loro divulgazione.

¹⁶⁷ Op. cit. C. LAUX, C. LEUZ (2009).

3.2 LA VALUE RELEVANCE DEGLI IFRS NEL SETTORE BANCARIO EUROPEO

Gli Autori Agostino, Drago e Silipo¹⁶⁸ (2010), nella loro pubblicazione intitolata “*The value relevance of IFRS in the European banking industry*”, analizzano la value relevance dell’informativa contabile nel settore bancario europeo prima e dopo l'adozione degli IFRS. Per gli Autori uno dei metodi generalmente accettato per misurare la qualità contabile è quello di testare la sua rilevanza sul valore di mercato. In altre parole, deve esistere una relazione statistica tra le informazioni finanziarie e il valore delle azioni.

Prendendo come riferimento 221 banche quotate europee negli anni tra il 2000 e il 2006, osservano la value relevance sugli utili e sul valore contabile. Vengono scelte come campione le banche e gli istituti finanziari, perchè sono gli enti che hanno subito in modo più significativo l'introduzione dei nuovi principi contabili. Lo IAS 39 ne è il principio fondamentale, poiché riconosce e valuta gli strumenti finanziari, di cui sono costituite principalmente le loro attività e passività. Pur riconoscendo l'importanza dello IAS 39, gli Autori indagano sulla value relevance di tutto l'assetto degli IAS e IFRS, e non sui singoli principi contabili.

Per disciplina di mercato si intende che gli investitori determinano il costo del capitale secondo l'esposizione al rischio delle banche. Un'efficace disciplina di mercato dovrebbe fornire agli stakeholder tutte le informazioni necessarie per valutare la situazione finanziaria di ciascuna banca, le prospettive di guadagno e di rischio. A sua volta, questa valutazione dipende dal grado di divulgazione e dalla qualità della contabilità.

¹⁶⁸ M. AGOSTINO, D. DRAGO, D.B. SILIPO, “ The value relevance of IFRS in the European banking industry”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 36, n. 3, pp. 437-457, (2010).

Il loro studio, a differenza di quello condotto da altri Autori¹⁶⁹ sull'adozione volontaria degli IAS/FRS, che indica un certo grado di opportunismo da parte del management, si focalizza sull'impatto dell'introduzione obbligatoria dei medesimi principi.

Per gli Autori avere delle informazioni credibili è una condizione ritenuta fondamentale sui mercati di capitali efficienti, almeno per due motivi:

- aumenta l'incentivo ad investire nel mercato azionario;
- favorisce l'allocazione ottimale dei risparmi degli investitori.

Normalmente gli imprenditori sono maggiormente informati rispetto ai risparmiatori e possono alterare il valore degli investimenti o espropriare i beni investiti. Sia le asimmetrie informative, sia il conflitto tra imprenditori e risparmiatori ostacolano l'efficiente allocazione delle risorse.

Un valore contabile viene definito *value relevant* se ha una relazione significativa con il prezzo delle azioni. Questo avviene quando l'informativa contabile viene utilizzata dagli investitori nella valutazione della società e quando è una misura abbastanza attendibile da riflettersi nei prezzi azionari.

Un problema analogo, si può riscontrare quando uno dei principi contabili alternativi produce informazioni più pertinenti e affidabili rispetto agli altri.

Per gli Autori un certo numero di studi confronta la *value relevance* degli IAS, US-GAAP e dei principi contabili locali in altri paesi. Analizzandoli identificano che la maggior parte sono basati sul modello di Ohlson (1995) e sui suoi successivi perfezionamenti, dove il valore dell'impresa viene rappresentato come funzione lineare del valore contabile del patrimonio netto e del valore attuale degli eventuali guadagni anomali attesi (*extra-profits*). La *value relevance* è stimata in base al grado del potere esplicativo del modello.

¹⁶⁹ H. STOLOWY, Y. DING, "Regulatory flexibility and management opportunism in the choice of alternative accounting standards: an illustration based on large French groups", *International Journal of Accounting*, vol. 38, pp. 195–213, (2003), L. KAO, "Does investors' sophistication affect persistence and pricing of discretionary accruals?" *Rev Pac Basin Finance Market Policy*, vol. 10(1), pp. 33–50, (2007).

Evidenziano che per Barth *et al.*¹⁷⁰ (2006), su un campione di 428 aziende che applicano gli IAS negli anni 1990-2004, la qualità dei principi contabili IAS è inferiore rispetto agli US GAAP, ma superiore rispetto ad altri principi contabili nazionali. Al contrario, per Harris e Muller¹⁷¹ (1999), su un campione di 31 imprese quotate sui mercati statunitensi nel periodo tra il 1992 e il 1996, la riconciliazione con gli US-GAAP, anche in materia di IAS, fornisce informazioni utili al mercato.

Sottolineano che un altro modo di valutare le prestazioni relative degli IAS e US GAAP è suggerita da Leuz¹⁷² (2003) e Bartov *et al.*¹⁷³ (2005). Questi Autori confrontano la value relevance delle società tedesche quotate in borsa, prima e dopo, l'adozione dei principi internazionali US GAAP o IAS. Leuz (2003) misura l'asimmetria informativa per le imprese tedesche sul "new market", trovando poche evidenze sulla diversa value relevance dal passaggio agli US GAAP rispetto agli IAS. Bartov *et al.* (2005) ottiene risultati simili confrontando la value relevance misurata dal coefficiente di pendenza della regressione degli utili.

Ashbaugh e Olsson¹⁷⁴ (2002) esaminano le imprese non statunitensi quotate nel SEAQ di Londra e trovano che gli IAS e gli US- GAAP degli utili e del valore contabile del patrimonio, sono ugualmente value relevant, ma che il grado di rilevanza valore dipende dal modello di valutazione utilizzato.

Gli Autori mettono in evidenza che sia gli US-GAAP e sia gli IAS sono stati sviluppati in ambienti in cui le pratiche contabili sono determinate principalmente nel settore privato e dove il capitale è tradizionalmente ricavato

¹⁷⁰ M.E. BARTH, W.R. LANDSMAN, M. LANG, C.D. WILLIAMS, "Accounting quality: international accounting standards and US GAAP", (2006).

¹⁷¹ M.S. HARRIS, K.A. MULLER III, "The market valuation of IAS versus US-GAAP accounting measures using form 20-F reconciliations", *Journal Accounting Economic*, vol. 26, pp. 285-312, (1999).

¹⁷² C. LEUZ, "IAS versus US GAAP: information asymmetry-based evidence from Germany's New Market", *Journal of Accounting Research*, vol. 41(3), pp. 445-472, (2003).

¹⁷³ E. BARTOV, S. GOLDBERG, M. KIM, "Comparative value relevance among German, US and international accounting standards: a German stock market perspective", *Journal of Accounting Auditing Finance*, vol. 20(2), pp. 95-119, (2005).

¹⁷⁴ H. ASHBAUGH, P. OLSSON, "An exploratory study of the valuation properties of cross-listed firms' IAS and US GAAP earnings and book values", *Account Review*, vol. 77, pp. 107-126, (2002).

nei mercati regolamentati e il loro scopo primario riguarda le esigenze d'informazione degli azionisti correnti e potenziali. Diversamente, i sistemi di diritto civile prevalenti nella maggior parte dei paesi dell'Europa continentale e in Giappone fanno molto affidamento sugli intermediari come ad esempio le banche, gli investitori in genere hanno accesso a informazioni private e vi è meno affidamento sulle informazioni pubbliche. Questi sistemi tendono ad avere bassi livelli di comunicazione ed informazione al pubblico.

Tra i vari studiosi analizzati, evidenziano lo studio condotto da Barth *et al.*¹⁷⁵ (2008), dove vengono confrontate le caratteristiche delle grandezze contabili tra le imprese che utilizzano i principi contabili IAS e quelle imprese che non li adottano. L'intento è quello di determinare se l'adozione degli IAS è associata ad una migliore qualità contabile e ad un inferiore costo del capitale. Vengono considerate 2.295 imprese che utilizzano i principi internazionali in 23 paesi, negli anni dal 1994 al 2003¹⁷⁶. Il campione utilizzato è più ampio e comprende più esercizi, rispetto a quelli su cui si basavano gli studi precedenti.

Barth *et al.* (2008) considerano tre indicatori della qualità contabile: la gestione guadagni, il tempestivo riconoscimento delle perdite e la value relevance. Ipotizzano che la qualità contabile aumenta quando la gestione degli utili è minore, il riconoscimento delle perdite è tempestivo e la value relevance dei valori contabili è maggiore. I loro risultati sostengono che le norme internazionali producono una migliore qualità contabile, rispetto ai principi locali al di fuori degli Stati Uniti.

Gli Autori sottolineano tuttavia che, i risultati ottenuti al tempo di Barth *et al.* (2008) risalgono ai tempi in cui l'adozione degli IAS era ancora volontaria. Inoltre, le loro ipotesi potrebbero non essere valide in un ambiente in cui l'adozione degli IAS / IFRS è divenuta obbligatoria. Aggiungono inoltre, che ci sono pochissimi documenti sulla value relevance degli IFRS omologati dalla

¹⁷⁵ M.E. BARTH, W.R. LANDSMAN, M. LANG, "International accounting standards and accounting quality", *Journal of Accounting Research*, vol. 46(3), pp. 467-498, (2008).

¹⁷⁶ Il periodo di campionamento per Barth *et al.* (2008) è anteriore all'emissione dallo IASB degli standard setter. Di conseguenza, si riferiscono all'utilizzo degli IAS, e non agli IFRS, nel loro campione di imprese.

Unione Europea. Tra questi, Morais e Curto¹⁷⁷ (2007), sostengono che la value relevance delle grandezze contabili delle imprese europee quotate aumenta con l'utilizzo degli IFRS. Tuttavia, i dati da essi utilizzati nel periodo tra il 2000 e il 2005, non distinguono tra l'adozione volontaria e obbligatoria. Per contro, Daske *et al*¹⁷⁸ . (2008) forniscono un'ampia analisi dei primi effetti dell'introduzione obbligatoria degli IAS in tutto il mondo, riuscendo a dimostrare che vi sono stati benefici modesti ma economicamente significativi sul mercato dei capitali e che sono stati maggiori per le imprese che hanno adottato volontariamente gli IFRS prima dell'adozione obbligatoria. La pubblicazione di Agostino, Drago e Silipo si concentra invece su un tema diverso, ovvero sulla value relevance dell'adozione obbligatoria degli IFRS, e considera un contesto più omogeneo rispetto alle caratteristiche istituzionali, ambientali imprenditoriali. Tuttavia, vengono considerati anche gli effetti tra i vari paesi e gli effetti dell'adozione volontaria dei principi, includendo un arco temporale più lungo dopo l'adozione obbligatoria degli IFRS.

Nella loro analisi empirica prendendo come riferimento il noto modello di Ohlson (1995) stimano il seguente modello:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVPS_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + \alpha_3 postIAS_t + \alpha_4 BVPS_{it} * postIAS_t + \partial T + \varepsilon_{it}$$

Dove:

P_{it} = prezzo delle azioni 6 mesi dopo la fine dell'esercizio;

$BVPS_{it}$ = valore contabile per azione;

EPS_{it} = utile per azione;

$postIAS_t$ = è una variabile "dummy" che assume valore 1 quando gli IFRS sono diventati obbligatori, vale a dire per gli anni 2005 e 2006, e 0 altrimenti;

T = variabile di tendenza;

¹⁷⁷ A.I. MORAIS, J.J.D. CURTO, "IASB Standards adoption: value relevance and the influence of Country specific factors", *30th Annual conference of the European Accounting Association*, Lisbon, (2007).

¹⁷⁸ H. DASKE, L. HAIL, C. LEUZ, R. VERDI, "Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences", *Journal of Accounting Research*, vol. 46(5), pp. 1085–1142, (2008).

$\varepsilon_{it} = v_i + u_{it}$, è un errore composto, in cui l'effetto individuale v_i riassume le caratteristiche bancarie non osservate ed invariate nel tempo, mentre il termine u_{it} cattura shock specifici del valore di mercato. Il motivo per cui questo termine di errore viene disaggregato, riguarda la possibilità di controllare correttamente l'eterogeneità non osservata delle banche. Inoltre, il valore di mercato delle stesse potrebbe essere sensibile ad una varietà di fattori che riflettono le differenze negli ambienti economici nazionali, estranei alla variazione dei principi contabili. In altre parole, fattori istituzionali quali i requisiti per la quotazione, la microstruttura di mercato e di applicazione¹⁷⁹ possono incidere sulla reazione del mercato di ciascun paese, implicando una determinata correlazione in termini di errore.

Le regressioni sui dati raccolti dovrebbero stimare la singola intercetta per tutte le banche, omettendo le caratteristiche specifiche di ciascuna e la tendenza a non variare nel corso di un breve lasso di tempo, come per esempio la concentrazione della proprietà, le preferenze di gestione, ecc.

Il campione prescelto comprende le banche, le cui azioni sono negoziate nel mercato borsistico, in uno dei paesi dell'UE-15, ovvero Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Inghilterra, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo, Spagna e Svezia. Le informazioni sui prezzi delle azioni, sul valore contabile e sugli utili sono tratte dal database "Bankscope-Bureau van Dijk".

Dopo vari aggiustamenti per disponibilità delle diverse variabili, ottengono un campione finale di 1.201 osservazioni annuali per 221 banche quotate europee. I paesi come Danimarca, Italia, Francia, Germania e Gran Bretagna rappresentano la maggior parte delle banche del campione, mentre il Lussemburgo il minor numero.

¹⁷⁹ C. LEUZ, "IAS versus US GAAP: information asymmetry-based evidence from Germany's New Market", *Journal of Accounting Research*, vol. 41(3), pp.445–472, (2003), M.E. BARTH, W.R. LANDSMAN, M. LANG, "International accounting standards and accounting quality", *Journal of Accounting Research*, vol. 46(3), pp. 467–498, (2008), H. DASKE, L. HAIL, C. LEUZ, R. VERDI, "Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences", *Journal of Accounting Research*, vol. 46(5), pp. 1085–1142, (2008).

L'ipotesi formulata dagli Autori cerca di determinare se l'applicazione obbligatoria degli IFRS ha aumentato la value relevance delle informazioni contabili dei prezzi delle azioni bancarie dell'Unione europea. Come ipotizzato dagli stessi, l'effetto marginale (la value relevance) degli utili è aumentata per l'intero campione. Questo risultato è rafforzato dalle diverse specifiche del modello e da diversi campioni. Il più maggior effetto incrementale viene riscontrato in Germania e in Italia, il più piccolo nel Regno Unito. Questo è coerente con l'opinione accettata che gli IAS e gli IFRS richiedono una maggiore informativa rispetto alle normative locali dei paesi dell'Europa continentale. E' inoltre coerente con la qualità delle informazioni contabili richieste dagli UK-GAAP, che rispecchiano quanto richiesto dagli IAS e IFRS¹⁸⁰. Per quanto attiene il valore del patrimonio netto contabile, i risultati ottenuti sono meno definiti: per il campione sbilanciato (non sono presenti i dati in tutti gli anni del campione) l'effetto marginale di questa variabile è negativo negli anni successivi all'introduzione dei nuovi principi; mentre per il campione equilibrato (sono presenti i dati in tutti gli anni del campione) l'effetto marginale di non è mai significativo nel periodo post-adozione.

In generale, vi sono chiare indicazioni di un incremento degli utili dei prezzi delle azioni dopo che gli IFRS sono divenuti obbligatori, mentre il valore contabile tende a diminuire e ad essere insignificante.

Gli Autori rimangono sorpresi che il valore contabile non risulta value relevant¹⁸¹. L'analisi empirica condotta da Collins *et al.*¹⁸² (1999) suggerisce che questa variabile è più importante quando gli utili correnti non sono un buon indicatore per gli utili futuri o quando vi è un maggiore pericolo di fallimento o di cessazione. Tuttavia, le condizioni appena descritte non si applicano alle

¹⁸⁰ H.B. CHRISTENSEN, E. LEE, M. WALKER, "Do IFRS/UK-GAAP reconciliations convey new information?" *Working Paper*, University of Manchester and Manchester Business School, (2007).

¹⁸¹ M. AGOSTINO, D. DRAGO, D.B. SILIPO, "The value relevance of IFRS in the European banking industry", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 36, n. 3, pp. 453: "Generally speaking, it may be not surprising that book value is less value-relevant".

¹⁸² D. COLLINS, M. PINCUS, X. HONG, "Equity valuation and negative earnings: the role of book value of equity", *Accounting Review*, vol. 1, pp.29-62, (1999).

banche del campione, poiché hanno realizzato profitti positivi e relativamente stabili nel periodo di rilevazione.

Per migliorare la comprensione dei risultati ottenuti, gli Autori suddividono il campione in base alla capitalizzazione, forma giuridica, e sulla valutazione dell'ipotesi. Le banche non sottoposte a valutazione e le cooperative sono meno trasparenti rispetto alle loro omologhe (cioè le grandi banche e le società per azioni delle stesse). Le piccole banche, per esempio, tendono a concedere prestiti alle piccole imprese. Morgan¹⁸³ (1999) sostiene che molti prestiti bancari sono stati fatti nei confronti di quei debitori che non riuscivano ad ottenerli sui mercati del debito pubblico: “*opaque borrowers cause opaque banks*”.

Il modello presentato dagli Autori differisce notevolmente tra le piccole e le grandi banche, e tra le banche classificate e non. Per le istituzioni più piccole (e non classificate), l'impatto degli utili aumento, mentre il valore contabile tende a diminuire e a diventare statisticamente insignificante.

Per le banche maggiori (e classificate), i coefficienti sia degli utili sia del valore contabili, aumentano dopo il 2005, ed entrambe le variabili esercitano un effetto marginale positivo e significativo sui prezzi delle azioni. Questi risultati evidenziano che il valore contabile può essere influenzato dalla minor trasparenza delle banche, che non è stata migliorata, anche dopo l'introduzione dei nuovi principi contabili internazionali.

Ipotizzano inoltre la possibilità che le banche minori e non classificate, risultano meno trasparenti, perché sono di proprietà di azionisti che operano nei mercati locali. Per rispondere a questo quesito, dividono il campione in base alla forma giuridica, ovvero in banche cooperative e in società per azioni.

Le banche cooperative intrattengono rapporti sempre più a lungo termine con i loro clienti (proprietari). Pertanto, non hanno bisogno di essere notevolmente trasparenti. I risultati per le banche cooperative confermano quelli dell'intero campione. Al contrario, per le banche organizzate come società per azioni, il valore contabile continua ad avere un positivo, seppur in diminuzione, l'impatto sul prezzo delle azioni, anche dopo l'adozione degli IFRS.

¹⁸³ D.P. MORGAN, “Whether and why banks are opaque, 36th annual conference on bank structure and competition”, *Federal Reserve Bank of Chicago*, (1999).

In conclusione gli Autori affermano che l'analisi condotta sull'introduzione dei nuovi principi contabili sembra aver migliorato il contenuto informativo degli utili e del valore contabile per gli intermediari più trasparenti. Le altre banche, al contrario, non sembrano aver dimostrato un significativo aumento della value relevance sul valore contabile.

3.3. REPORT DI SOSTENIBILITA' E VALUTAZIONE DELLE BANCHE NEI MERCATI AZIONARI EUROPEI

Gli Autori Carnevale e Mazzucca¹⁸⁴ (2014), nella loro pubblicazione intitolata “*Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets*” applicando l’analisi sulla value relevance di un campione di banche europee, testano: gli effetti diretti della responsabilità sociale sul prezzo delle azioni, se il rapporto modifica la value relevance delle variabili contabili finanziarie (effetti indiretti) e se la value relevance dei report di sostenibilità varia da paese a paese.

Gli Autori sostengono che negli ultimi anni le imprese hanno riconosciuto i benefici nel fornire maggiore responsabilità sociale delle imprese (CSR) ed hanno assistito ad un aumento significativo di informazioni sulla CSR fornite agli azionisti, ai potenziali investitori e alle altre parti interessate, come ricordato da Slapnicar¹⁸⁵(2006), Cooper e Owen¹⁸⁶ (2007) e Holder-Webb *et al.*¹⁸⁷ (2009).

La loro decisione di concentrare l’analisi sulla divulgazione della responsabilità sociale nel settore bancario ha diverse motivazioni:

1. in primo luogo, la pubblicazione dei report di sostenibilità (SR) in questo settore è molto diffusa ed ogni anno aumenta il numero di banche che

¹⁸⁴ C. CARNEVALE, M. MAZZUCCA, “Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets”, *Business Ethics: A European Review*, vol. 23, n. 1, pp. 69-90, (2014).

¹⁸⁵ S. SLAPNICAR, “Reporting on corporate social responsibility”, *Competitiveness, Social Responsibility and Economic Growth*, Hauppauge, NY: Nova Science, pp. 341-355, (2006).

¹⁸⁶ S. M. COOPER, D. L. OWEN, “Corporate social reporting and stakeholder accountability: the missing link”, *Accounting, Organizations and Society*, vol. 32, n.7-8, pp. 649-667, (2007).

¹⁸⁷ L. HOLDER-WEBB, J. R. COHEN, D. WOOD, “The supply of corporate social responsibility disclosures among U.S. firms”, *Journal of Business Ethics*, vol. 84, n. 4, pp. 497-527, (2009).

diffondono tali documenti (Viganò e Nicolai 2009¹⁸⁸, Van Wensen *et al.* 2011¹⁸⁹);

2. la ricerca sulla SR nel settore bancario è limitata, nonostante l'interesse dimostrato dal Global Reporting Iniziative (GRI) e dalla Federazione bancaria europea (EBF), che nel 2005 ha elaborato un documento contenente una serie di principi e linee guida attinenti la pubblicità della SR.

Negli ultimi anni, le banche sono state maggiormente concentrate sulla responsabilità sociale delle imprese perché divenute più consapevoli dei rischi riguardanti la loro reputazione, sia essa direttamente correlata ai rapporti con le parti interessate, sia indirettamente attraverso le relazioni con altre imprese (Thompson & Cowton 2004¹⁹⁰, Bebbington *et al.* 2008¹⁹¹ e Van Wensen *et al.* 2011). Tipicamente, raccolgono risparmi sotto forma di depositi. Questi fondi vengono successivamente investiti in diverse attività, tra cui i prestiti. Le banche non sono tenute ad individuare ex ante ed ex post i progetti di investimento e le attività verso cui intendono concedere i loro prestiti, e in questo senso, queste imprese sono molto meno trasparenti di altre. Il rapporto tra la banca e il soggetto depositante è un rapporto fiduciario. Nello sviluppo di quest'ultimo gli Autori evidenziano che la reputazione della banca svolge un ruolo chiave. Sostengono che da un punto di vista teorico, i rapporti tra il rendiconto della responsabilità sociale delle imprese, il rischio reputazionale e le banche possono essere interpretati con le teorie socio-politiche, che riconoscono la CSR come strumento a disposizione delle imprese per incrementare la loro legittimazione verso i soggetti interessati e per migliorare la loro trasparenza

¹⁸⁸ F. VIFANO, D. NICOLAI, "CRS in the European banking sector: evidence from a sector survey. In Barth R. and Wolff F. (Eds.), *Corporate Social Responsibility in Europe*, London: Edward Elgar, pp. 95-108, (2009).

¹⁸⁹ K. VAN WENSEN, W. BROER, J. KLEIN, J. KNOFF, "The state of play in sustainability reporting in the European Union", http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainabledisclosure/index_en.htm, (2011).

¹⁹⁰ P. THOMPSON, C.J. COWTON, "Bringing the environment into bank lending: implications for environmental reporting", *British Accounting Review*, vol. 36, pp. 197-218, (2004).

¹⁹¹ J. BEBBINGTON, C. LARRINAGA, J. M. MONEVA, "Corporate social reporting and reputation risk management", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 21, n.3, pp. 337-361, (2008).

verso gli investitori (Blacconiere & Patten 1994¹⁹², Neu *et al.* 1998¹⁹³, KPMG & SustainAbility 2008¹⁹⁴).

Carnevale e Mazzucca cercano di indagare se per gli investitori le informazioni fornite dai report di sostenibilità (SRs) sono value relevant. Verificano l'esistenza di un rapporto tra prezzo delle azioni e gli SRS osservando un campione di 176 banche quotate europee dal 2002 al 2011. Il loro obiettivo è quello di contribuire alla letteratura esistente sull'analisi della value relevance delle variabili non finanziarie, di arricchirla affrontandola non solo sugli effetti diretti del prezzo delle azioni, ma anche sulla sua interazione con altre variabili contabili ed infine di valutare se esistono differenze nella value relevance della SR in tutti i paesi europei.

Dopo aver analizzato la letteratura esistente gli Autori ritengono che la pubblicazione sulla SR colpisce il prezzo delle azioni, fornendo agli investitori una maggiore informazione sui rischi e sulle opportunità (legate alla dimensione economica, sociale e ambientale), oltre alle informazioni derivanti da dati contabili specifici. La letteratura sulla “voluntary disclosure” afferma che la relazione tra la strategia informativa di un'azienda ed il suo valore di borsa dipende dalle asimmetrie informative e quindi che una maggiore informativa porta ad una maggiore trasparenza (Diamond & Verrecchia 1991¹⁹⁵). Per Kim & Verrecchia¹⁹⁶ (1994) e Lang & Lundholm¹⁹⁷ (2000) una migliore informativa

¹⁹² W.G. BLACCONIERE, D.M. PATTEN, “Environmental disclosures, regulatory costs and changes in firm value”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, n. 3, pp. 357-377, (1994).

¹⁹³ D. NEU, H. WARSAME, K. PEDWELL, “Managing public impressions: environmental disclosures in annual report”, *Accounting, Organizations and Society*, vol. 23, n. 3, pp. 265-282, (1998).

¹⁹⁴ KPMG & SUSTAINABILITY, “Count me in – the reader’s take on sustainability reporting. [Http://www.kpmg.com/gr/en/issuesandinsights/articlespublications/sustainability/pages/ss_countme-in.aspx](http://www.kpmg.com/gr/en/issuesandinsights/articlespublications/sustainability/pages/ss_countme-in.aspx) (accessed 12 June 2011).

¹⁹⁵ D.W. DIAMOND, R.E. VERRECCHIA, “Disclosure, liquidity and the cost of capital”, *Journal of finance*, vol. 46, n. 4, pp. 1325-1359, (1991).

¹⁹⁶ O. KIM, R. E. VERRECCHIA, “Market liquidity and volume around earnings announcements”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, n. 1-2, pp. 41-67, (1994).

¹⁹⁷ M. LANG, R. LUNDHOLM, “Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry of hyping the stock”, *Contemporary Accounting Research*, vol. 17, n. 4, pp. 623-662, (2000).

contabile può contribuire a ridurre l'asimmetria informativa tra i manager e gli investitori, a ridurre l'incertezza per quanto riguarda i futuri rendimenti dei titoli di un'impresa e ad abbassare i costi di transazione per gli investitori. Per Blacconiere & Patten¹⁹⁸ (1994) l'azienda è interessata ad avere un'informativa completa, perché può incrementare la propria credibilità, indipendentemente dal fatto che le notizie divulgate siano positive o negative.

Le notizie cattive, quali le cause legali o il contenzioso possono influenzare negativamente il valore societario, come evidenziato da Barth *et al.*¹⁹⁹ (1997) e normalmente le imprese non rendono pubbliche tali informazioni. Tuttavia, anche le notizie negative possono contribuire a migliorare la qualità dell'informativa, e quindi rafforzare la credibilità della società e a migliorare la sua reputazione.

L'assunto base degli Autori si riconduce alla pubblicazione dei report di sostenibilità, che incrementano l'informativa societaria e riducono le asimmetrie informative, influenzando il valore di mercato della società. Sulla base di tali considerazioni, formulano la seguente ipotesi: *“la pubblicazione dei report sostenibili influenza direttamente il prezzo delle azioni perché gli investitori gli assegnano un valore rilevante, in aggiunta ai dati contabili”*.

Inoltre, si propongono di verificare se la pubblicazione di SR influenza la rilevanza dei dati contabili, fornendo un ulteriore contributo nella spiegazione del valore di mercato della società.

Come evidenziato da Carnevale *et al.*²⁰⁰ (2012) e Cardamone *et al.*²⁰¹ (2012), la pubblicazione di report sostenibili può anche influenzare indirettamente il prezzo delle azioni, perché viene percepita dagli investitori come una fonte di

¹⁹⁸W.G. BLACCONIERE, D.M. PATTEN, “Environmental disclosures, regulatory costs and changes in firm value”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, n. 3, pp. 357-377, (1994).

¹⁹⁹ M. E.BARTH, M. F. MCNICHOLS, G.P. WILSON, “Factors influencing firms’ disclosure about environmental liabilities”, *Review of Accounting Studies*, vol.16, n.1, pp.35-64, (1997).

²⁰⁰ C. CARNEVALE, M. MAZZUCCA, S. VENDRAMINI, “Corporate social reporting in European banks: the effects on a firm’s market value”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 19, n. 3, pp.159-177, (2012).

²⁰¹ P. CARDAMONE, C. CARNEVALE, F. GIUNTA, “The value relevance of social report: evidence from listed Italian companies”, *Journal of Applied Accounting Research*, vol.13, n. 3, pp.255-269, (2012).

informazioni ulteriori e complementari circa la natura, la composizione e le tendenze delle tradizionali variabili contabili della value relevance: il valore contabile per azione (BPS) e l'utile per azione (EPS). La SR deve contenere informazioni riguardanti i progetti e le iniziative che potrebbero risultare da differenti scelte nella ripartizione delle risorse finanziarie ed economiche. Queste informazioni non sono necessariamente incluse nel bilancio, spiegano la natura complementare delle informazioni contenute nella SR. Ad esempio, gli investitori possono trovare le informazioni nella SR relativa a un progetto di medio termine per la costruzione un parco giochi comunità, o per finanziare una campagna in una particolare area geografica, o per istituire una biblioteca e così via. Si tratta di progetti che, per loro natura e tempi, non si riflettono nel bilancio, ma comportano una scelta per quanto riguarda la futura ripartizione delle risorse finanziarie.

Per gli Autori la SR evidenzia gli aspetti economici e i benefici sociali relativi all'iniziativa che può essere quantificata in bilancio negli anni futuri. Inoltre, offre anche una misura dell'impatto che l'iniziativa avrà sulle future variabili contabili. Ogni banca pertanto, nella sua SR dovrebbe fornire informazioni sulle imprese finanziate e sul loro livello di conformità con i nuovi orientamenti comunitari in materia di energia rinnovabile e di inquinamento. La presenza di aziende non conformi potrebbe esporre ogni la banca ad un rischio indiretto (cioè il potenziale aumento del rischio di credito). Tali informazioni vengono ritenute value relevant dagli gli investitori, anche se non vengono fornite in bilancio.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, per Carnevale e Mazzucca, la funzione informativa dei report di sostenibilità è complementare a quella delle informazioni fornite dal bilancio e la loro pubblicazione può avere un impatto sui prezzi delle azioni indirettamente, interagendo con altre variabili contabili e sulle loro variazioni.

In altre parole, la SR fornisce informazioni sui rischi sociali ed ambientali che interessano le banche e, come evidenziato da Scholtens²⁰² (2009), questi

²⁰² B. SCHOLTENS, "Corporate social responsibility in the international banking industry", *Journal of Business Ethics*, vol. 86, n. 2, pp. 159-175, (2009).

rischi possono essere diretti o indiretti. I primi sono il risultato del comportamento e delle decisioni adottate dalla banca, mentre i secondi derivano dalle decisioni sostenute dai mutuatari della banca.

Cormier e Magnan²⁰³ (2007), Cardamone *et al.*²⁰⁴ (2012) e Carnevale *et al.*²⁰⁵ (2012) sottolineano che fornendo ulteriori informazioni sui valori di BPS e di EPS, i report sostenibili riescono ad interagire con queste variabili contabili, incrementano la rilevanza assegnata dagli investitori.

Per verificare se la SR fornisce agli investitori informazioni complementari, e può quindi influenzare la rilevanza delle variabili contabili, formalizzano una seconda ipotesi di ricerca: *“la pubblicazione dei report di sostenibilità influenza indirettamente il prezzo delle azioni perché gli investitori ritengono che il documento modifica la rilevanza di altre variabili contabili che spiegano il prezzo delle azioni”*.

Autori come Campbell²⁰⁶ (2007), Cormier e Magnan²⁰⁷ (2007), Chen e Bouvain²⁰⁸ (2009) e Orij²⁰⁹ (2010) hanno comprovato che la maggior parte delle influenze politiche, economiche e culturali in materia di CSR rimangono locali e

²⁰³ D. COMIER, M. MAGNAN, “The revisited contribution of environmental reporting to investors’ valuation for a firm’s earnings: an international perspective”, *Ecological Economics*, vol. 32, n. 3-4, pp. 613-626, (2007).

²⁰⁴ P. CARDAMONE, C. CARNEVALE, F. GIUNTA, “The value relevance of social report: evidence from listed Italian companies”, *Journal of Applied Accounting Research*, vol. 13, n. 3, pp. 255-269, (2012).

²⁰⁵ C. CARNEVALE, M. MAZZUCCA, S. VENTURINI, “Corporate social reporting in European banks: the effects on a firm’s market value”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 19, n. 3, pp. 159-177, (2012).

²⁰⁶ J. L. CAMPBELL, “Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility”, *Academy of Management Review*, vol. 32, n. 3, pp. 946-967, (2007).

²⁰⁷ D. COMIER, M. MAGNAN, “The revisited contribution of environmental reporting to investors’ valuation for a firm’s earnings: an international perspective”, *Ecological Economics*, vol. 32, n. 3-4, pp. 613-626, (2007).

²⁰⁸ S. CHEN, P. BOUVAIN, “Is corporate responsibility converging? A comparison of corporate responsibility reporting in the USA, UK, Australia and Germany”, *Journal of Business Ethics*, vol. 87, n.1, pp. 299-317, (2009).

²⁰⁹ R. ORIJ, “Corporate social disclosures in the context of national cultures and stakeholder theory”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, vol. 23, n. 7, pp. 868-889, (2010).

molteplici, inoltre, Ball *et al.*²¹⁰ (2006) e Morai e Curto²¹¹ (2009) aggiungono che nei vari paesi europei, persistono differenze tra i sistemi contabili ed informativi. Deeg & Jackson²¹² (2007) spiegano che a causa dei molteplici contesti istituzionali, le pressioni esercitate differiscono da paese a paese, con la conseguenza che anche le pratiche di CRS subiscono tale differenziazione. Jackson e Apostolakou (2010) hanno dimostrato che i diversi ambienti istituzionali esercitano diverse influenze sulle politiche e sulle pratiche delle imprese dell'Europa occidentale in materia di CRS per due motivi: in primis, a causa della differenza nelle politiche di CSR, e in secondo luogo, perché le differenze tra paesi specifici possono influenzare il livello dell'informativa.

A causa della diversità nei sistemi economici dei vari paesi con differenti sistemi economici, mercati finanziari e contesti istituzionali, gli Autori formulano la terza ipotesi di ricerca: *“i diversi contesti istituzionali influenzano la value relevance dei report di sostenibilità nei paesi europei”*. Suddividono i paesi in tre gruppi: le economie di mercato liberali (LMES): Regno Unito e Irlanda, le economie di mercato coordinate (CME): Austria, Belgio, Finlandia, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi e Svizzera) e le economie miste del mercato Mediterraneo (MME): Francia, Grecia, Italia, Portogallo e Spagna. Gli Autori si aspettano dagli investitori una valutazione positiva per la SR nel gruppo CME e un impatto significativo sui prezzi delle azioni, invece nei gruppi LMEs e MMEs la situazione dovrebbe risultare più ambigua.

Alla luce di queste considerazioni, il rapporto tra il report di sostenibilità e il prezzo delle azioni potrebbe assumere una diversa significatività, a seconda dell'elemento prevalente.

Per dimostrare le varie ipotesi formulate, Carnevale e Mazzucca, utilizzano dei modelli di regressione su un campione di banche quotate europee a partire dal

²¹⁰ A. BALL, J. BROADBENT, T. JARVIS, “Waste management, the challenges of the PFI and sustainability reporting”, *Business Strategy and the Environmental*, vol. 15, n. 4, pp. 258-274.

²¹¹ A.I. MORAI, J.D. CURTO, “Mandatory adoption of IASB standards: value relevance and country specific factors”, *Australian Accounting Review*, vol. 19, n. 2, pp. 128-143, (2009).

²¹² R. DEEG, G. JACKSON, “Towards a more dynamic theory of capitalism variety”, *Socio-Economic Review*, vol. 5, n. 1, pp. 149.179, (2007).

secondo trimestre del 2002 fino al secondo trimestre del 2011. Il campione comprende 176 banche, determinato attraverso i seguenti criteri:

- la selezione delle banche avviene sulla base dei criteri di classificazione di Datastream: vengono classificate come banche, le istituzioni finanziarie la cui attività principale è bancaria;
- tutte le banche del campione devono essere quotate ed appartenenti ad uno dei 14 paesi dell'Europa occidentale identificati²¹³;
- l'associazione tra banca e paese è basata sul criterio della “quotazione primarie”;
- le banche appartenenti al campione sono solo quelle per le quali Datastream fornisce i dati, anche se ad intermittenza, per quanto riguarda i prezzi e altre variabili contabili di interesse.

Concordando con Greeves e Ladipo²¹⁴ (2004) e Schadewitz e Niskala²¹⁵ (2010), gli Autori rilevano che i mercati finanziari assegnano una value relevance positiva ai report di sostenibilità. I risultati evidenziano che gli investitori apprezzano l'informativa addizionale offerta dalla SR, probabilmente poiché riduce le asimmetrie informative, con la possibilità di intraprendere decisioni più efficaci. La seconda ipotesi, viene confermata dalle stime degli effetti indiretti della SR sul prezzo delle azioni: l'effetto con BPS è negativo e significativo, mentre con EPS non lo è.

La minor value relevance della variabile BPS può essere spiegata grazie alle informazioni aggiuntive fornite dal report di sostenibilità, soprattutto per quanto riguarda l'evoluzione dei rischi sociali e ambientali. Skinner²¹⁶ (2008) sostiene

²¹³ Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Portogallo, Spagna, Svizzera e Regno Unito.

²¹⁴ L. GREEVES, D. LADIPO, “Added Values? Measuring the “Value Relevance” of Sustainability Reporting”, *London: Lintstock Ltd & Imagination, GIC Ltd*, (2004).

²¹⁵ H.J. SCHADEWITZ, M. NISKALA, “Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 17, n. 2, pp. 96-106, (2010).

²¹⁶ D.J. SKINNER, “Accounting for intangibles – a critical review of policy recommendations”, *Accounting and Business Research*, vol. 38, n. 3, p. 191-204, (2008).

che il potere esplicativo delle variabili di bilancio è in declino e che da soli non sono sufficienti a spiegare il valore di mercato della società.

Inoltre, l'effetto che l'SR ha sulla variabile BPS può essere spiegato dalla diversa natura delle informazioni contenute nel report di sostenibilità, sull'evoluzione di rischi di capitale. Al contrario, non vi è nessuna influenza sulla variabile EPS, che è maggiormente orientata verso risultati annuali o a breve termine.

Gli Autori sottolineano che i report di sostenibilità non risultano value relevant per le banche cooperative, ma che tale risultato dovrebbe essere valutato con cautela, perché nel campione di riferimento è presente solo un piccolo numero di banche cooperative. La stessa attenzione viene posta nel caso degli investitori, dove i risultati evidenziano un buon apprezzamento per i SR, indipendentemente dal modello di business utilizzato. Tali risultati probabilmente sono determinati dal fatto che vengono analizzate solamente banche commerciali ed universali, i cui modelli di business differiscono leggermente l'uno dall'altro. Al contrario, viene riscontrata una differenza significativa tra le banche commerciali/ universali e le banche d'investimento, sottorappresentate nel campione perché poco diffuse in Europa, con la conseguenza di una loro perdita progressiva di importanza nel tempo.

Contrariamente alle aspettative degli Autori, il valore dell'SR è rilevante anche per le banche più grandi e questo dimostra che tale valore non cambia in base alle dimensioni della banca. Una maggiore divulgazione e un monitoraggio continuo da parte degli investitori verso le grandi banche non è sufficiente per soddisfare le esigenze informative degli stessi, che considerano ancora il report di sostenibilità, un utile strumento di informazione.

Infine, sull'ultima ipotesi formulata, ovvero che le "varietà del capitalismo" e i diversi contesti istituzionali influenzano la value relevance dell'SR, le analisi svolte confermano che l'importanza dell'informativa volontaria è condizionata dalle differenze tra (gruppi di) paesi. L'aumento della pressione da parte delle istituzioni e delle parti interessate sembra costringere le imprese alla pubblicazione un report di sostenibilità, coerente con le esigenze informative degli investitori.

Gli Autori concludono la loro pubblicazione con una serie di considerazioni:

- confermano l'utilità della pubblicazione dell' SR da parte della direzione delle banche europee. Una risposta positiva del mercato, anche in un contesto di crisi finanziaria, dovrebbe incoraggiare le banche che non pubblicano i report di sostenibilità, ad iniziare questa divulgazione volontaria;
- Il mercato finanziario sembra riconoscere ed incoraggiare il ruolo svolto dalla Global Reporting Initiative ²¹⁷ (GRI) nel promuovere l'armonizzazione e la standardizzazione del contenuto dell'SR nel settore bancario.

Carnevale e Mazzucca anche se consapevoli dei limiti della loro ricerca, sostengono che nel tempo la situazione dovrebbe consolidarsi e migliorare. Inoltre, essendo i loro risultati influenzati dalle condizioni economiche, dai valori culturali, dalle norme contabili e dai vincoli giuridici europei e dalla specificità del settore bancario²¹⁸ (Flöstrand & Ström 2006), promuovono l'estensione di un'analisi in altri settori ed aree geografiche.

²¹⁷ GRI – GLOBAL REPORTING INITIATIVE. Sustainability Reporting Guidelines, Financial Services Sector Supplement. Available at <http://www.globalreporting.org> (accessed 15 June 2011.)

²¹⁸ P. FLOSTRAND, N. STROM, "The valuation relevance of non-financial information", *Management Research News*, vol. 29, n. 9, pp. 580-597, (2006).

CAPITOLO 4: VERIFICA EMPIRICA SULLA VALUE RELEVANCE SUL SISTEMA BANCARIO EUROPEO

INTRODUZIONE

Nel presente capitolo verrà illustrato il modello di analisi adottato per testare la seguente ipotesi di ricerca: *“l’informativa contabile è migliorata o peggiorata in termini di value relevance? In particolare con l’introduzione dei principi contabili internazionali IAS ed IFRS?”*

Il modello preso come riferimento è una riformulazione del modello di Ohlson, utilizzato per analizzare la value relevance degli utili netti, ovvero il modello di Francis e Schipper²¹⁹ (1999).

Le Autrici ponendosi la seguente domanda: “Come è variata la value relevance nel tempo?”, prendono come riferimento un campione di aziende statunitensi quotate tra gli anni 1952 e 1991 ed esaminano la value relevance dell’informativa di bilancio.

La loro analisi è di tipo *cross-sectional*, ovvero basata su un campionamento trasversale, su base annua.

Francis e Schipper studiano l’intensità della relazione tra il market value e le variabili di reddito e patrimonio, osservando il valore assunto da R^2 nei vari esercizi presi come riferimento. Giungono alla conclusione, che la value relevance del bilancio d’esercizio non ha perso rilevanza nel corso del tempo, ma è cresciuta considerevolmente nel periodo analizzato.

²¹⁹ J.FRANCIS, K.SCHIPPER, “Have financial statements lost their relevance?” *Journal of Accounting Research*, vol .37, pp. 319-352, (1999).

4.1 LA FORMALIZZAZIONE DEL MODELLO ADOTTATO

Nel presente elaborato di ricerca viene utilizzato un modello di regressione lineare multipla, che pone in relazione il “*market value*”, come variabile dipendente e il “*book value*” e il “*ROE*” (return on equity), come variabili indipendenti.

Come anticipato precedentemente, il modello preso come riferimento è il modello Francis e Schipper²²⁰ (1999). Le Autrici per misurare la value relevance esaminano tre diverse metodologie, dapprima si focalizzano sulla relazione tra i rendimenti delle azioni e gli utili netti, in seguito analizzano la relazione fra il valore di mercato del capitale e i valori contabile e infine utilizzano una versione semplificata del modello di Ohlson, dove viene omesso il termine “*other information*”:

1. la prima relazione indaga sulla capacità degli utili di spiegare i rendimenti di mercato (“*relazione degli utili*”) e viene stimata dalla seguente regressione per ogni anno nel periodo di campionamento:

$$R_{jt} = p_{0t} + p_{1t}\Delta EARN_{it} + p_{2t}\Delta EARN_{jt} + v_{jt}$$

2. la seconda esamina l'abilità delle attività e delle passività di identificare i valori azionari dei mercati (“*relazione dello stato patrimoniale*”). La relazione di stima si basa sul capitale di un'impresa al tempo t pari al suo patrimonio al tempo t meno le sue passività al momento t:

$$MV_{jt} = \pi_{0t} + \pi_{1t} ASSETS_{jt} + \pi_{2t} ASSETS_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

Dove MV_{jt} = valore di mercato per azione dei titoli azionari di società j alla fine dell'anno fiscale t, $ASSETS_{jt}$ = il valore contabile per azione del patrimonio totale delle società j alla fine dell'anno fiscale t e $ASSETS_{jt}$ = il valore contabile per azione del delle passività totali delle società j alla fine dell'anno fiscale t;

²²⁰ J.FRANCIS, K.SCHIPPER, “Have financial statements lost their relevance?” *Journal of Accounting Research*, vol .37, pp. 319-352, (1999).

3. la terza esamina la capacità dei valori contabili e degli utili di rappresentare i valori azionari dei mercati ("*relazione tra i valori contabili e gli utili*") e viene rappresentata dalla seguente regressione:

$$MV_{jt} = \beta_{0t} + \beta_{1t}BV_{jt} + \beta_{2t}EARN_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

dove MV_{jt} = valore di mercato per azione dei titoli azionari di società j alla fine dell'anno fiscale t, BV_{jt} = il valore contabile per azione del patrimonio delle società j alla fine dell'anno fiscale t e $EARN_{jt}$ = il gli utili per azione delle società j alla fine dell'anno fiscale t.

Nel presente lavoro viene presa come riferimento l'ultima metodologia, ovvero la "*relazione tra i valori contabili e gli utili*", utilizzando una versione semplificata dell'equazione, in cui viene omesso il termine altre informazioni:

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 B_{it} + \beta_2 X_{it} + \varepsilon_{jt}$$

dove:

MV_{it} = valore di mercato per azione dei titoli azionari della società i alla fine dell'anno fiscale t;

β_0 = intercetta;

β_1 = coefficiente di B_t (book value);

β_2 = coefficiente di X_{it} (ROE);

ε_{it} = eventi imprevedibili.

Il campione utilizzato comprende tutte le maggiori banche europee quotate negli anni tra il 2000 e il 2013. Per collezionare i dati è stato utilizzato il database *Factset* che ha permesso di ottenere un campione definitivo costituito da 292 banche europee quotate, determinato attraverso i seguenti criteri:

- la selezione delle banche è avvenuta sulla base dei criteri di classificazione di *Factset*. Sono state selezionate le istituzioni finanziarie, la cui attività principale è bancaria;

- tutte le banche del campione sono quotate ed appartenenti ad uno dei maggiori paesi europei identificati;
- le banche appartenenti al campione sono solamente quelle per le quali *Factset* fornisce i dati, per ogni esercizio di riferimento, per quanto riguarda le variabili dipendenti ed indipendenti di interesse.

4.2I RISULTATI DELL'ANALISI EMPIRICA SVOLTA E LA VERIFICA DELL'IPOTESI FORMULATA.

Nel presente paragrafo vengono esposti i risultati dell'analisi empirica condotta sulla *value relevance* nel settore bancario europeo.

Ai fini della verifica è stato utilizzato il modello descritto nel paragrafo precedente, con l'obiettivo di determinare se l'informativa contabile è migliorata o peggiorata in termini di *value relevance*. In particolare con l'introduzione dei principi contabili internazionali IAS ed IFRS.

Come precedentemente descritto, il campione utilizzato comprende tutte le maggiori banche europee quotate negli anni tra il 2000 e il 2013. Per collezionare i dati è stato utilizzato il database *Factset* che ha permesso di ottenere un campione iniziale costituito da 1667 banche europee quotate, attraverso determinati criteri di selezione quali:

- la valutazione delle banche è avvenuta sulla base dei criteri di classificazione di *Factset*. Sono state selezionate le istituzioni finanziarie, la cui attività principale è bancaria;
- tutte le banche del campione sono quotate ed appartenenti ad uno dei maggiori paesi europei identificati, quali Germania, Francia, Irlanda, Inghilterra, Svezia, Danimarca, Norvegia, Belgio, Paesi Bassi, Bulgaria, Italia, Austria, Polonia, Grecia, Finlandia ed Ungheria;
- le banche appartenenti al campione sono solamente quelle per le quali *Factset* fornisce i dati, per ogni esercizio di riferimento, per quanto riguarda le variabili di interesse: il "*market value*", come variabile dipendente e il "*book value*" e il "*ROE*" (return on equity), come variabili indipendenti.

il campione definitivo è stato ridotto a 292 banche europee quotate.

Per riuscire a spiegare l'evoluzione dell'informativa contabile in termini di *value relevance*, prendiamo come riferimento due esercizi, il primo in un periodo *pre*

adozione ai principi contabili, quale il 2003 e il secondo in un periodo *post* adozione, ovvero il 2007.

Per entrambi gli esercizi svolgiamo le medesime analisi di regressione, grazie al software IBM SPSS, ed otteniamo i seguenti risultati:

ESERCIZIO 2003

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2003, BOOK VALUE PER SHARE 2003 ^b	.	Immetti

a. Variabile dipendente: PRICE 2003

b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,554 ^a	,307	,302	40,5553225281

a. Predittori: (costante), ROE 2003, BOOK VALUE PER SHARE 2003

ANOVA^{a221}

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	209541,859	2	104770,930	63,701	,000 ^b
Residuo	473683,445	288	1644,734		
Totale	683225,305	290			

a. Variabile dipendente: PRICE 2003

b. Predittori: (costante), ROE 2003, BOOK VALUE PER SHARE 2003

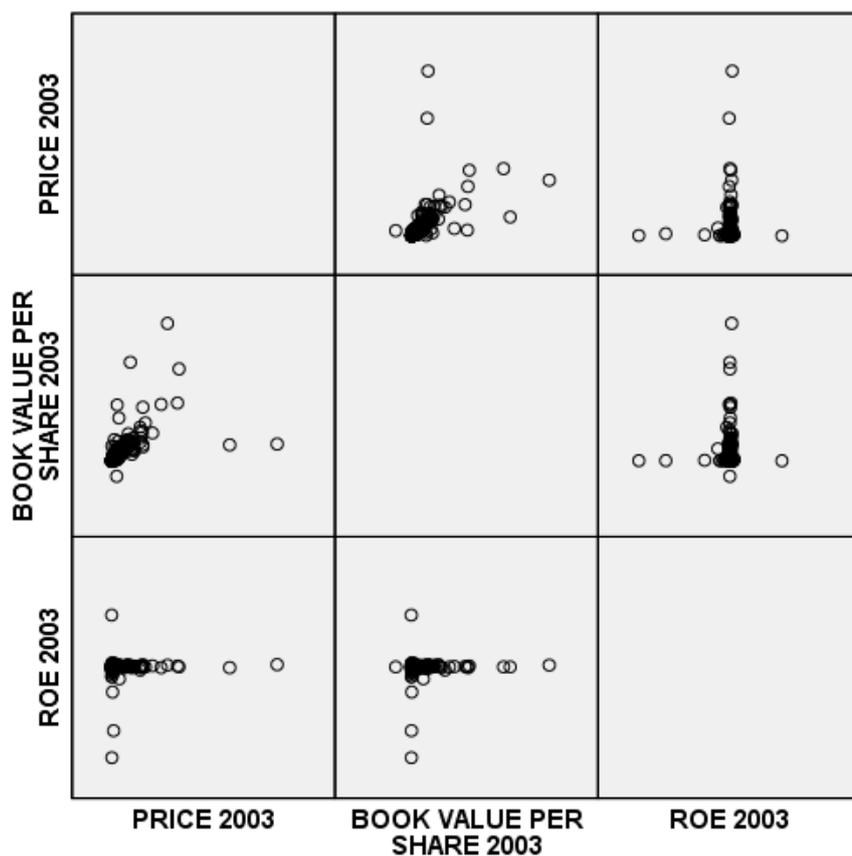
Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		

²²¹ Analisi della varianza, acronimo di ANalysis Of VAriance.

1 (Costante)	9,230	2,641		3,495	,001
BOOK VALUE PER SHARE 2003	,699	,062	,553	11,257	,000
ROE 2003	1,193	2,910	,020	,410	,682

a. Variabile dipendente: PRICE 2003



Applicando il modello della regressione lineare, l'analisi della capacità di adattamento delle rette di regressione ai singoli dati disposti come punti in un asse cartesiano, esamina la capacità della retta di riassumere la relazione tra le variabili. Tale verifica viene effettuata mediante il calcolo del coefficiente R^2 , che assumendo valori compresi tra 0 e 1, indica la varianza della variabile dipendente in relazione con le variabili indipendenti oggetto di analisi²²². Quando il valore calcolato si avvicina ad 1, il coefficiente indica un buon

²²² S. ZANI, "Analisi dei dati statistici I", Giuffrè, Milano.

adattamento della retta, quando di avvicina a 0, rappresenta l'incapacità della stessa di interpretare l'andamento dei punti.

Nell'esercizio in questione, il coefficiente R^2 è pari a 0,307 e tale adattamento può essere ritenuto accettabile, poiché il modello spiega circa il 31% della variabilità complessiva. Il valore assunto nel test F e nella sua significatività, permette di determinare che il modello di regressione nel complesso è significativo. Per valutare il livello di significatività dei coefficienti, analizziamo il valore del *p-value*. Tale valore esprime il minimo livello di significatività, che determina l'esclusione dell'ipotesi nulla. In altre parole, l'ipotesi risulta statisticamente significativa se il valore assunto è minore o uguale a 0,05. Nel caso in esame, il valore di *p-value* della variabile "book value" è pari a 0,00, mentre il valore della variabile "ROE" è pari a 0,682. Questo evidenzia che la prima variabile incide nella relazione ed è pertanto statisticamente significativa ed ha una relazione diretta con la variabile dipendente "market value", mentre il ROE ha l'effetto contrario. Inoltre, entrambe le variabili possiedono una relazione diretta con il "market value", come dimostrato dal segno positivo assunto dai coefficienti.

ESERCIZIO 2007

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2007, BOOK VALUE PER SHARE 2007 ^b	.	Immetti

a. Variabile dipendente: PRICE 2007

b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,752 ^a	,566	,563	62,5576

a. Predittori: (costante), ROE 2007, BOOK VALUE PER SHARE 2007

ANOVA^a

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	1474294,097	2	737147,048	188,362	,000 ^b

Residuo	1130987,177	289	3913,450	
Totale	2605281,274	291		

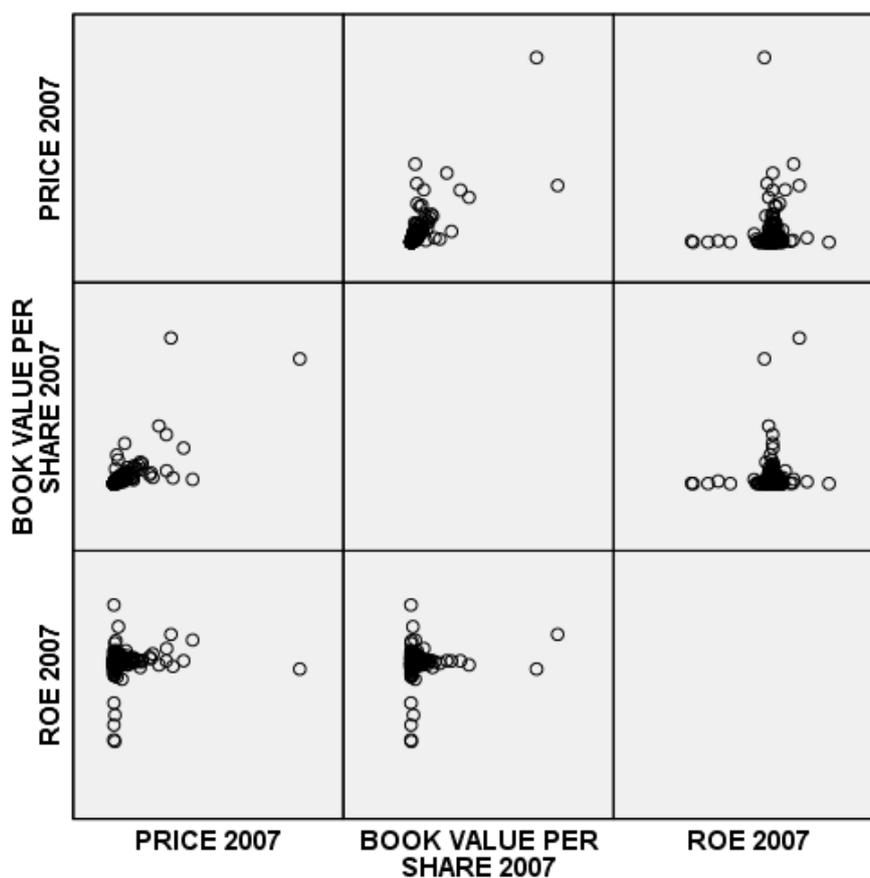
a. Variabile dipendente: PRICE 2007

b. Predittori: (costante), ROE 2007, BOOK VALUE PER SHARE 2007

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	14,257	4,125		3,456	,001
BOOK VALUE PER SHARE 2007	,748	,039	,751	19,305	,000
ROE 2007	5,113	13,014	,015	,393	,695

a. Variabile dipendente: PRICE 2007



In questo esercizio, il coefficiente R^2 è pari a 0,566 e tale adattamento può essere ritenuto soddisfacente, poiché il modello spiega circa il 57% della variabilità complessiva, evidenziando un miglioramento rispetto all'esercizio 2003. Anche in questo caso, il valore assunto nel test F e nella sua significatività, permette di determinare che il modello di regressione nel complesso è significativo. Passando ai valori assunti da *p-value*, osserviamo che per la variabile "book value" otteniamo un valore pari a 0,00, mentre il valore della variabile "ROE" è pari a 0,695. Questi risultati permettono di formulare le medesime considerazioni dell'esercizio 2003, ovvero che la prima variabile incide nella relazione mentre il ROE ha l'effetto contrario. Inoltre, entrambe le variabili possiedono una relazione diretta con il "market value", come dimostrato dal segno positivo assunto dai coefficienti.

Effettuando la medesima analisi empirica per ogni esercizio presente nel campione di riferimento, otteniamo il seguente andamento dei coefficienti di riferimento:

	R2	Sign. "Book value"	Sign. "ROE"	$\beta 1$	$\beta 2$
2000	0,49	0,00	0,58	0,70	0,02
2001	0,46	0,00	0,71	0,68	-0,16
2002	0,57	0,00	0,94	0,76	0,00
2003	0,31	0,00	0,68	0,55	0,02
2004	0,62	0,00	0,70	0,79	0,01
2005	0,42	0,00	0,00	0,62	0,17
2006	0,76	0,00	0,15	0,87	0,04
2007	0,57	0,00	0,70	0,75	0,02
2008	0,68	0,00	0,79	0,82	-0,01
2009	0,63	0,00	0,78	0,80	0,01
2010	0,70	0,00	0,96	0,84	-0,02
2011	0,67	0,00	0,96	0,82	0,00

2012	0,65	0,00	0,98	0,81	0,00
2013	0,68	0,00	0,97	0,83	-0,00

La presente tabella permette di affermare che la qualità del modello è migliorata nel corso dei vari esercizi e pertanto l'ipotesi formulata viene accettata. Questo miglioramento viene riscontrato in particolare con l'introduzione ed adozione dei principi contabili internazionali IAS ed IFRS, dove i valori assunti dal coefficiente R^2 diventano maggiormente significativi. Premessa l'elevata correlazione per tutto il periodo considerato, è possibile riscontrare che anche nell'esercizio 2008, anno in cui è iniziata la crisi mondiale dei mercati finanziari, con le conseguenti riduzioni dei prezzi delle azioni quotate e delle capitalizzazioni di borsa, i valori del coefficiente R^2 rimangono significativi, evidenziando l'assenza di un impatto negativo sulla value relevance.

Inoltre, viene riscontrato che la variabile indipendente "book value" ha un'incidenza rilevante e diretta sui prezzi di mercato e ne condiziona pertanto il valore societario, come dimostrato dai valori assunti dai coefficienti *p-value* e β_1 . La variabile indipendente "ROE" non viene considerata rilevante per il campione oggetto di analisi, in quanto i valori assunti dal coefficiente *p-value* sono maggiori a 0,05. Da questi risultati si evince che i valori relativi al patrimonio netto sono value relevant rispetto ai valori reddituali.

CONCLUSIONI

Il presente progetto di ricerca ha analizzato se l'informativa contabile è migliorata o peggiorata in termini di *value relevance*, in seguito all'adozione dei principi contabili internazionali.

L'informativa contabile è definita rilevante quando orienta le scelte degli investitori ed è pertanto in grado di influenzare i valori di mercato.

Non esistendo una definizione univoca, le Autrici Francis e Schipper²²³ (1999) nella loro pubblicazione forniscono quattro possibili definizioni:

1. la *value relevance* si traduce nell'idea che l'informativa di bilancio condiziona i prezzi del mercato azionario, che dovrebbe ricomprendere tutte le informazioni disponibili, tra cui quelle contabili;
2. la *value relevance* sarebbe esprimibile quale capacità del reddito di informare gli investitori sui flussi di cassa, sui redditi futuri, sui dividendi o sui prezzi;
3. la *value relevance* sarebbe stimata dalla capacità dell'informativa di bilancio di modificare l'insieme delle informazioni disponibili nel mercato;
4. la *value relevance* è determinabile nella capacità dell'informativa contabile di racchiudere informazioni che per i soggetti interessati possono influenzare i prezzi di mercato.

Per i principi contabili lo scopo del bilancio è di assolvere la propria funzione informativa, fornendo agli investitori informazioni utili nelle loro decisioni economiche.

L'informativa contabile non è definita *value relevant* se non esiste nessuna relazione tra i valori di bilancio e il valore aziendale.

Grazie ai modelli fondati sui valori contabili, gli analisti di *accounting*, hanno avuto la possibilità di poter valutare l'impatto dei diversi metodi contabili adottati. L'economista M. E. Barth viene vista come una delle fondatrici di questo indirizzo di studi, come lo dimostrano le sue numerose pubblicazioni.

²²³J.FRANCIS, K.SCHIPPER, "Have financial statements lost their relevance?" *Journal of Accounting Research*, vol .37, pp. 319.352, (1999).

Barth *et al.* (1996) analizzano se l'informativa contabile delle maggiori banche quotate, i cui strumenti finanziari sono valutati al *fair value*, possa essere ritenuta *value relevant*. Il loro studio si concentra sul settore bancario poiché il maggior impiego di strumenti finanziari deriva proprio dagli istituti bancari.

I principi contabili richiedevano l'iscrizione in bilancio secondo il criterio del costo storico, ma che successivamente alla fine dell'esercizio fosse data informazione in Nota Integrativa del loro valore al *fair value*. Gli Autori evidenziano come le informazioni riguardanti i titoli, i prestiti e i debiti a lungo termine, valutati al *fair value*, sono rilevanti per gli investitori, mentre non lo sono i depositi. Questo perché, non essendo quest'ultimi oggetto di negoziazione, risulta difficile effettuare una stima al *fair value*. Anche Beaver e Venkatachalam²²⁴ (2000) studiano il fenomeno della *value relevance* sul sistema bancario, evidenziando che gli investitori riescono ad individuare quali valori di bilancio sono soggetti a scelte discrezionali degli amministratori e quali invece non lo sono.

Per poter verificare se l'informativa contabile è migliorata o peggiorata in termini di *value relevance*, in particolare con l'adozione dei principi contabili internazionali, è stato utilizzato il modello proposto dalle Autrici Francis e Schipper (1999), ovvero una riformulazione del noto modello di Ohlson (1995), opportunamente adattato alle specificità dell'analisi proposta.

Tale modello ha quindi permesso di verificare gli effetti dall'adozione dei principi contabili internazionali IAS e IFRS.

L'indagine empirica è stata condotta su un campione di banche quotate europee tra gli anni 2000 e 2013.

I risultati ottenuti evidenziano che l'informativa contabile è significativa e rilevante per gli investitori e che è migliorata con l'adozione europea degli standard contabili. Coerentemente a quanto detto, nelle tabelle riepilogative si evince che i coefficienti di regressione delle variabili indipendenti assumono

²²⁴ W.H. BEAVER, M. VENKATACHALAM, "Differential pricing of the discretionary and nondiscretionary components of loan fair values", working paper, Stanford University, (2000).

ruoli diversi. Con riferimento alla prima variabile “book value”, si evidenzia un’elevata significatività statistica, poiché il coefficiente *p-value*, nei periodi presi in esame, si mantiene costante nel tempo e ha una relazione diretta con la variabile dipendente “market value”, indicando che ad una variazione della prima si manifesta una variazione proporzionale della seconda. Tale situazione non si manifesta con la variabile indipendente “ROE”, che non ha una buona significatività. In altre parole, la variabile “book value”, nel periodo considerato, condiziona il valore di mercato delle banche oggetto di analisi.

Dai risultati ottenuti, si osserva una discreta associazione anche nel periodo *pre* adozione ai principi contabili internazionali, con un valore di R^2 discreto, che evince come i bilanci consolidati redatti secondo il criterio del costo storico, risulterebbe uno strumento utile per gli investitori nella definizione del valore di mercato societario. Con l’adozione ai principi contabili internazionali la *value relevance* dell’informativa contabile ha subito un miglioramento, evidenziando e confermando un’associazione positiva tra le variabili di mercato e quelle di bilancio.

Ciò potrebbe essere riconducibile al fatto che i *regulators* internazionali indirizzano i propri sforzi verso principi contabili che permettono una misurazione il più possibile priva di errori rilevanti e rappresentante in modo fedele la realtà societaria.

Vi sono però delle criticità che è bene sottolineare.

L’informativa contabile obbligatoria, varia da banca a banca, sia queste appartenenti a paesi diversi, sia appartenenti alla medesima area geografica, in funzione della rilevanza dell’istituto stesso. Inoltre, l’analisi empirica proposta potrebbe essere condizionata dal mercato di riferimento e dal contesto di crisi finanziaria degli ultimi anni.

Ciò nonostante, la questione oggetto di analisi e le verifiche empiriche effettuate potrebbero costituire il punto di partenza per successivi approfondimenti sul tema.

BIBLIOGRAFIA

- ABOODY D., BARTH M.E., KASZNIK R.**, SFAS n. 123 “Stok-based compensations, Expense and Equity Market Values”, *Accounting Review*, n. 79, pp. 251-272, (2004).
- ABOODY D., LEV B.**, “The value-relevance of intangibles: the case of software capitalization”, *Journal of Accounting Research*, vol. 36 suppl., pp. 161-191, (1998).
- AGOSTINO M., DRAGO D., SILIPO D.B.**, “The value relevance of IFRS in the European banking industry”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 36, n. 3, pp. 437-457, (2010).
- AHMED A., MORTON R., SCHAEFER T.**, “Accounting Conservatism and the Valuation of Accounting Numbers: Evidence of the Feltham e Ohlson (1996) Model”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 15, pp. 271-294, (2000).
- AKHAVEIN J., FRAME W.S., WHITE L.J.**, “The diffusion of finance innovations: an examination of the adoption of small business credit scoring by large banking organizations”, *Working Paper n.9*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, GA, (2001).
- AKTURK A., SENOL H.**, “Conservatism concept in accounting and a search on companies traded in the public industrial index”, University of Suleyman Demirel, Turkey, (2008).
- ALLEN F., CARLETTI E.**, “Mark-to-market accounting and liquidity pricing”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 45, n.1, pp. 358-378, (2007).
- ALLEN F., CARLETTI E.**, “Should financial institutions mark to market?” *Banque de France Financial Stability Review*, October (2008).
- ANTHONY G.P.**, “Decision-usefulness in Accountancy: A Contribution to a Critical Theory of the Professions”, University of Sheffield, (1984);
- BALL R., BROWN P.**, *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, pp. 159-178, (Autumn, 1968)
- BALL R., ROBIN A., WU J.S.**, "Incentives versus Standards: Properties of Accounting Earnings in four East Asian Countries", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, pp. 235-270 (2003).
- BERGER A.N., MESTER L.J.**, “Inside the black box: what explains differences in the efficiencies of financial institutions?”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 21, n.7. pp 895-947, (1997)

- BARLEV B., HADDAD J.R.**, “Fair value accounting and the management of the firm”, *Critical Perspectives on Accounting*, vol. 14, n. 1, pp. 383-415, (2003).
- BARTH M.E.**, “Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks”, *The Accounting Review*, vol. 69, pp.1-25, (1994).
- BARTH M.E., BEAVER W.H. , HAND J.R.M.**, “Accruals, cash flows and equity values”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 3, pp. 205-229, (1999).
- BARTH M.E., BEAVER W.H., HAND J.R.M., LANDMAN W.R.**, “Accruals accounting-based valuation models and the predictions of equity values”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 20, pp. 311-345 (2005).
- BARTH M.E., BEAVER W.H., LANDSMAN W.R.**, “Value-Relevance of banks fair value disclosures under SFAS 107”, *The Accounting Review*, vol. 71, pp. 513-537, (1996).
- BARTH M.E., CLEMENT M.B., FOSTER G., KASZNIK R.**, “Brand values and capital market valuation”, *Review of Accounting Studies*, vol. 3, pp. 41-68, (1998).
- BASU S.**, “The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, n.1, pp. 3-77, (2007).
- BEAVER W.H, RYAN S.G.**, “Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling”, *Review of Accounting Studies*, vol. 10, n.2-3, (2005);
- BEAVER W.H., VENKATACHALAM M.**, “Differential pricing of the discretionary and nondiscretionary components of loan fair values”, working paper, Stanford University, (2000).
- BEAVER W.H., DATAR S., WOLFSON M.A.**, “The role of market value accounting in the regulation of insured depository institution”, in J. Barth and D. Brumbaugh, *The Reform of Deposit Insurance: Disciplining the Government and Protecting Taxpayers*, Harper Business, New York, (1992).
- BELKAOUI A.**, “Accounting Theory, New York, Second Edition, (1985).
- BELL T.B., LANDSMAN W.R., MILLER B.L., SHU Y.**, “The Valuation Implications of Employee Stock Option Accounting for Profitable

Computer Software Firms”, *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 971-996, (2002).

BERGER A. N., KING K. K., O'BRIEN J. M., “The limitations of market value accounting and a more realistic alternative”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 15, n. 4/5, pp. 753-783, (1991).

BERGER A.N., DEMSTZ R.S., STRAHAN P.E., “The consolidation of the financial services industry: causes, consequences and implications for the future”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 23, n. 2-4, pp. 135-194, (1999).

BERNARD V.L., MERTON R., PALEPU K., “Mark-to-market accounting for US banks and thrifts: lessons from the Danish experience”, *Journal of Accounting Research*, vol. 33, n. 1, pp. 1-32, (1995).

BLACK E.L., “Life-cycle impacts on the incremental value relevance of earnings and cash flow measures”, *Journal of Financial Statement Analysis*, vol. 4, pp. 40-56, (1998).

BOSSON B., LEE J., “In finance, size matters: the ‘systemic scale economies? Hypothesis”, *IMF Staff Papers*, n. 51, p.p. 19-46, (2004).

BOZZOLAN S., “Trasparenza informativa e mercato finanziario. Modelli e comportamenti di comunicazione volontaria”, *McGraw Hill*, Milano, 2005.

BRIEN J. O', “Relevance and reliability of fair values: discussion of issues raided” in Landsman W.R. “Fair value accounting for financial instruments: some implications for bank regulation”, BIS working papers, (2006).

BROWN L., GRIFFIN P., HAGERMAN R., ZMIJEWSKI M. "An Evaluation of Alternative Proxies for the Market's Assessment of Unexpected Earnings." *Journal of Accounting and Economics*, pp. 159-94 (July 1987).

CARNEVALE C., MAZZUCCA M., VENTURINI S., “Corporate social reporting in European banks: the effects on a firm’s market value”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 19, n. 3, pp. 159-177, (2012).

CARNEVALE C., MAZZUCCA M., “Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets”, *Business Ethics: A European Review*, vol. 23, n. 1, pp. 69-90, (2014).

- CAVAZAN-JENY A., T. JEANJEAN**, “The negative impact of R&D capitalization: A value relevance approach” *European Accounting Review*, vol. 15, pp. 37-61 (2006).
- CHAMBERS R.J.**, “Accounting, Evaluation and Economic Behaviour”, *Prentice Hall*, Englewood Cliffs, New Jersey, (1996).
- CHEN Q., HEMMER T., YUN Z.**, “On the Relation between Conservatism in Accounting Standards and Incentives for Earnings Management”, *Journal of Accounting Research* , vol. 45 No. 3 (2007);
- CLARKSON P.M., LI Y., RICHARDSON G.D.**, “The Market Valuation of Environmental Capital Expenditures by Pulp and Paper Companies”, *The Accounting Review*, vol. 79, pp. 329-353, (2004).
- COLE R.A., GOLDBERG L.G., WHITE L.J.**, “Cookie cutter vs character: the micro structure of small business lending by large and small banks”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, n.2, pp. 227-251, (2004);
- COLLINS D.W., PINCUS M., XIE H.**, “Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity” *The Accounting Review*, vol. 74, pp. 29-61, (1999).
- COLLIS D.W., MAYDEW E.L., WEISS I.S.**, “Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty year”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, n.1, pp. 39-67, (1997).
- COPELAND T., WESTON J.F., SHASTRI K.**, “Financial Theory and Corporate Policy, 4th Edition, Addison-Wesley, Boston, MA, pp. 354, (2004).
- CORNETT, REZAAE, TEHRANIAN**, “*An investigation of capital market reactions to pronouncements on fair value accounting*”.
- COURTEAU L.**, “Valore d’impresa e valori di bilancio”, FrancoAngeli s.r.l., Milano, (1998).
- COURTEAU L., KAO J., RICHARDSON G.D.**, “The Equivalence of Dividend, Cash Flows and Residual Earnings Approaches to Equity Valuation Employing Ideal Terminal Value Expressions”, *Contemporary Accounting Research*, vol. 18, pp. 625-661, (2001).
- DECHOW P.M., HUTTON A.P., SLOAN R.G.**, “An empirical assessment of the residual income valuation model”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, pp. 1-34, (1999).
- DE YOUNG R., HUGHES J.P., MOON C.G.**, “Regulatory covenant enforcement ant the efficiency or risk-taking at US commercial banks”, *Economics*

Working Paper n. 98-1, Office of the Comptroller of the Currency, Washington, DC, (1998)

DEVINE C., “The role of conservatism reexamined”, *Journal of Accounting Research*, Autumn 63, vol. 1, issue 2, pp. 127-138, (1963).

DONNA G.,” *Soggetto economico e modelli di governance*”, McGraw-Hill, Milano, (2001).

DRAGO D., MAZZUCCA M., TRINCA COLONEL R., “Do loan fair value affect market value? Evidence from European bank”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 21, n. 2, pp. 108-120, (2013).

EASTON P.D., “Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data”, *Accounting Horizons*, vol. 13, n. 4, (1999).

EASTON P.D., HARRIS T.S., “Earnings as an Explanatory Variable for Returns”, *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n. 1, (1999).

EASTON P.D., PAE P.,”Accounting Conservatism and the Relation between Returns and Accounting Data”, *Review of Accounting Studies*, vol, 9, n. 4, (2004).

ECCHER E.A., RAMESH K., THIAGARAJAN S.R., “Fair value disclosures by bank holding companies”, *Journal of Accounting and Economics*, vol.11, pp. 79-117, (1996).

EDWARDS E.O., BELL P.W., “The Theory and Measurement of Business Income”, *University of California Press*, Berkeley, (1961);

FAMA E. et. al. “The Adjustment of Stock Prices New Information”, *International Economic Review*, (1969).

FAMA E. F., “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work”, *Journal Finance*, vol. 25, pp. 383, (1970).

FAMA E. F., “Foundations of Finance”, *Basic Books*, New York, NY, (1976).

FORNACIARI L., “La value relevance per l'utilità dei Financial reporting”, *G. Giapichelli Editore – Torino*, (2013).

FRANCIS J., OLSSON P., OSWALD D.R., “Comparing the Accuracy and Explainability od Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates”, *Journal of Accounting Research*, vol. 38, pp. 45-70, (2000).

- FRANCIS J., SCHIPPER K.**, “Have financial statements lost their relevance?” *Journal of Accounting Research*, vol. 37, pp. 319-352, (1999).
- FREIXAS X., TSOMOCOS D.**, “Book vs. fair value accounting in banking, and intertemporal smoothing”, *Oxford Financial Research Centre working paper*, (2004).
- FRIEDMAN M.**, “Essays in positive economics”, Chicago, University of Chicago Press, (1953).
- GIVOLY D., HAYN C.K., NATARAJAN A.**, “ Measuring Reporting Conservatism”, *The Accounting Review*, vol. 82, n.1, 65-106, (2007).
- HOLTHAUSEN R.W., WATTS R.L.**, “The relevance of value relevance literature for financial accounting standard setting”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, pp. 3-75, (2001).
- HUIZINGA H., LEAVEN L.**, “Accounting discretion of banks during a financial crisis”, *IMF Working Paper*, WP/09/207, September, (2009).
- HUGHES J.P.**, “Incorporating risk into the analysis of production”, *American Economic Journal*, vol. 27, n. 1, pp.1-23, (1999).
- HUGHES J.P., MESTER L.J.**, “Bank capitalization and cost: evidence of scale economies in risk management and signaling”, *Review of Economics and Statistic*, vol. 80, n. 2, pp. 314-325, (1998).
- IASB**, *Conceptual Framework for Financial Reporting*, (2010).
- KAO L.**, “Does investors’ sophistication affect persistence and pricing of discretionary accruals?” *Rev Pac Basin Finance Market Policy*, vol. 10(1), pp. 33–50, (2007).
- KHURANA I.K., KIM M.S.**, “Relative value relevance of historical cost vs fair value: evidence from bank holding companies”, *Journal of Accounting & Public Policy*, vol. 22, pp. 19-42, (2003).
- KOTHARI S.P.**, ”Capital markets research in accounting”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, n. 1, , pp. 105-231, (2001).
- KOTHARI S.P., ZIMMERMAN J.L.**, “Price and return models”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, n. 2, pp. 123-225, (1995).
- GUATRI L., BINI M.**, “L’impairment test nell’attuale crisi finanziaria e dei mercati reali”, *Egea – Milano* (2009).

- LANDSMAN W.R.**, “Fair value accounting for financial instruments: some implications for bank regulation”, *BIS working papers*, (2006).
- LAUX C., LEUZ C.**, “The crisis of fair value accounting: making sense of the recent debate”, *Accounting, Organisations and Society*, vol. 34, pp. 826-834, (2009).
- LEV B.**, "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research; Lessons and Directions from two Decades of Empirical Research", *Journal of Accounting Research*, pp. 153-192, (Supplement 1989).
- LEV B., THOMAS J., NISSIM D.**, “On the informational usefulness of R&D capitalization and amortization” in Zambon S., Marzo G., *Visualising Intangibles: Measuring and Reporting in the Knowledge Economy*, cap. 5, pp. 97-128, (2007).
- MARQUARDT C.A., WIEDERMAN C.I.**, “The effect of earnings management on the value relevance of accounting information”, *J Bus Finance Account*, vol. 31, pp. 297-332, (2004).
- MASON L.**, “The impact of Accounting Conservatism on the Magnitude of the differential information content of cash flows and accruals”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 19, pp. 249-282, (2004).
- MEHELLI A.**, “La value relevance nel bilancio di esercizio. Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche”, *G. Giapichelli Editore, Torino*, (2013).
- MORRIS C.S., SELLON G.H. Jr**, “Market value accounting for banks: pros and cons”, *Economic Review*, March, pp. 5-19, (1991).
- NELSON K. K.**, “Fair value accounting for commercial banks: an empirical analysis of SFAS 107”, *The Accounting Review*, vol. 71, n. 2, pp. 161-182, (1996).
- NISSIM D.**, “Reliability of banks fair value disclosure for loans”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 20, n. 4, pp. 355-384, (2003).
- OHLSON J.A.**, “Earnings, book values and dividends in equity valuation: an empirical perspective”, *Contemporary accounting research*, vol. 18, n.1, pp. 661-687, (2001).
- OIC 1**, par. 5.
- PARK Y., WILCOX W., BERRY K.T.**, “Does Conservatism affect the value relevance of discretionary accounting disclosure?” *Proceedings of ASBBS*, vol. 18, n. 1 (2011).

- PEASNELL K.V.**, “On Capital Budgeting and Income Measurement, *Abacus*, vol. 17, n. 1, pp. 52-67, (1981); **PEASNELL K.V.**, “Some Formal Connections Between Economic Values and Yields and Accounting Numbers”, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 9, n. 3, pp. 361-381, (1982).
- PENMAN S.H., SOUGIANNIS T.**, “A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, pp. 343-383, (1998).
- PENMAN S.M.**, “Accounting for Intangible Assets: there is also an Income Statement”, *Abacus*, vol. 45, n. 3, pp. 358-371, (2009).
- PENMAN S.M.**, “Financial Reporting Quality: Is Fair Value a Plus o a Minus?” *Paper for presentation at the information for Better Markets Conference Institute of Chartered Accountants in England and Wales, December 18th-19th (2006).*
- PETERSEN M.**, “Information: hard and soft”, working paper, Kellogg Graduate School of Management, Northwestern University, Evanston, IL, (2004).
- PLATIN G., SAPRA H., SHIN H.S.**, “Marking-to-market: panacea or Pandora’s box?”, *Journal of Accounting Research*, vol. 46, n.21, pp. 435-460, (2008).
- RAJGOPAL S., VENKARACHALAM M., KOTHA S.**, “The Value Relevance of Network Advantages: The Case of E-Commerce Firms”, *Journal of Accounting Research*, vol. 41, pp. 135-162, (2003).
- ROYCHOWDHURY S., WATTS R.L.**, “Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, n. 1-2, pp. 2-31, (2007).
- RYAN S.G.**, “Identifying Conditional Conservatism”, *European Accounting Review*, vol. 15, n. 4, pp. 511-525, (2006).
- SARCONE S.**, “La formazione del bilancio annuale. Disciplina giuridica e principi contabili nei loro tratti più significativi, *Cedam, Padova*, (2011).
- SPREMANN K.**, Portfolio management, *3rd edition, Oldenbourg Munich, Germany*, Manuscript provided by the author, pp. 159 (2006).

- STAUBUS G. J.**, *"The Decision Usefulness Theory of Accounting: A Limited History"*, Routledge Publishing Inc., (2000);
- STRAHAN P.E., WESTON J.P.**, "Small business lending and the changing structure of the banking industry", *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, n. 6-8, pp. 821-845, (1998).
- STREET D.L., GRAY S.J., BRYANT S.M.**, "Acceptance and observance of International Accounting Standards: an empirical study of companies claiming to comply with IAS", *The International Journal of Accounting*, vol. 34, pp. 11-48 (1999).
- STOLOWY H., DING Y.**, "Regulatory flexibility and management opportunism in the choice of alternative accounting standards: an illustration based on large French groups", *International Journal of Accounting*, vol. 38, pp. 195–213, (2003).
- VIGANÒ E.**, "L'economia aziendale e la ragioneria", *CEDAM*, Padova, (1996)
Visualizing Intangibles: Measuring and Reporting in the Knowledge Economy, cap.5, pp. 97-128, Aldershot, Ashgate Publishing.
- WATTS R.L.**, "Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities", *Accounting Horizons*, vol. 17, n. 4, pp. 287-301, (2003b).
- WATTS R.L.**, "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications", *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 3, pp. 207-221 (2003).
- WATTS R.L., ZIMMERMAN L.**, "Positive Accounting theory", *Prentice Hall*, Englewood Cliffs, New York, (1986).
- ZHANG X.**, "Conservative Accounting and equity valuation", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, n. 1, pp. 125-149, (2000).

ALLEGATI

In allegato le verifiche empiriche effettuate per ogni esercizio del campione di riferimento:

ESERCIZIO 2000

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2000, BOOK VALUE PER SHARE 2000 ^b	.	Immetti

- a. Variabile dipendente: PRICE 2000
 b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,696 ^a	,485	,481	47,56727026563

- a. Predittori: (costante), ROE 2000, BOOK VALUE PER SHARE 2000

ANOVA^a

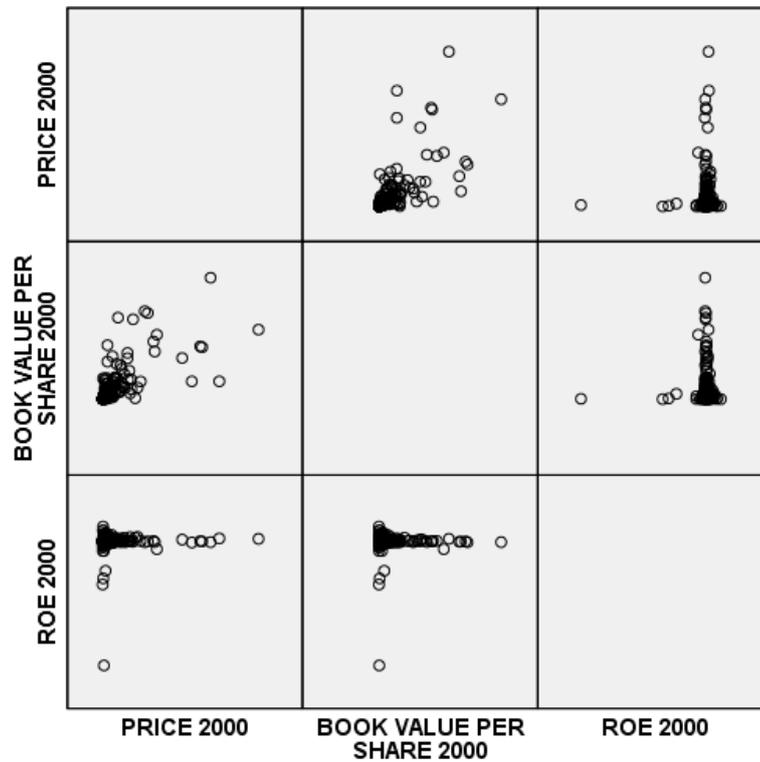
Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	613545,477	2	306772,738	135,581	,000 ^b
Residuo	651641,818	288	2262,645		
Totale	1265187,295	290			

- a. Variabile dipendente: PRICE 2000
 b. Predittori: (costante), ROE 2000, BOOK VALUE PER SHARE 2000

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	5,449	3,165		1,722	,086
BOOK VALUE PER SHARE 2000	1,192	,072	,696	16,448	,000
ROE 2000	2,934	5,316	,023	,552	,581

a. Variabile dipendente: PRICE 2000



ESERCIZIO 2001:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2001, BOOK VALUE PER SHARE 2001 ^b	.	Immetti

a. Variabile dipendente: PRICE 2001

b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,680 ^a	,462	,458	41,176384002

a. Predittori: (costante), ROE 2001, BOOK VALUE PER SHARE 2001

ANOVA^a

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	420856,241	2	210428,121	124,110	,000 ^b
Residuo	489997,939	289	1695,495		
Totale	910854,181	291			

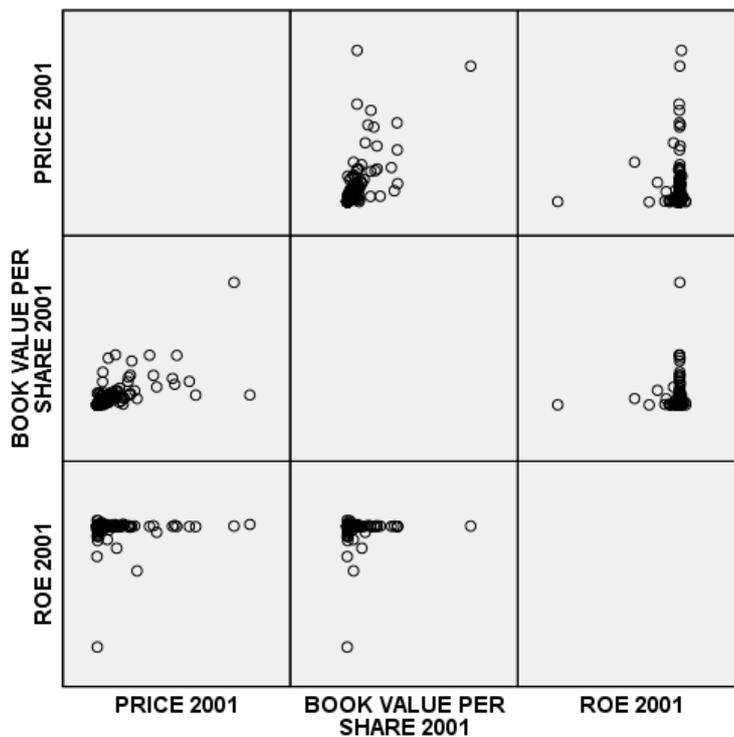
a. Variabile dipendente: PRICE 2001

b. Predittori: (costante), ROE 2001, BOOK VALUE PER SHARE 2001

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	8,603	2,648		3,248	,001
BOOK VALUE PER SHARE 2001	,819	,052	,680	15,755	,000
ROE 2001	-,708	1,889	-,016	-,375	,708

a. Variabile dipendente: PRICE 2001



ESERCIZIO 2002:

Variabili immesse/rimosse^a

	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2002, BOOK VALUE PER SHARE 2002 ^b	.	Immetti

a. Variabile dipendente: PRICE 2002

b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,756 ^a	,571	,568	36,19943895537

a. Predittori: (costante), ROE 2002, BOOK VALUE PER SHARE 2002

ANOVA^a

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	504404,916	2	252202,458	192,462	,000 ^b
Residuo	378705,421	289	1310,399		
Totale	883110,337	291			

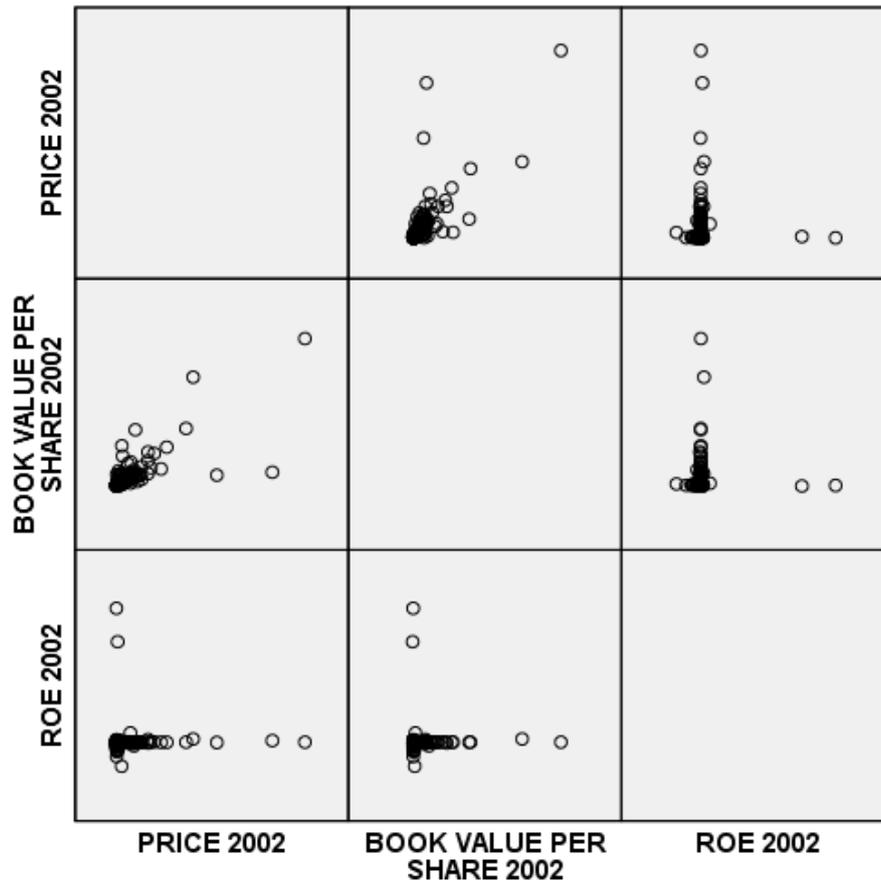
a. Variabile dipendente: PRICE 2002

b. Predittori: (costante), ROE 2002, BOOK VALUE PER SHARE 2002

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	4,851	2,281		2,127	,034
BOOK VALUE PER SHARE 2002	,780	,040	,756	19,618	,000
ROE 2002	,064	,803	,003	,079	,937

a. Variabile dipendente: PRICE 2002



ESERCIZIO 2003:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2003, BOOK VALUE PER SHARE 2003 ^b	.	Immetti

- a. Variabile dipendente: PRICE 2003
- b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,554 ^a	,307	,302	40,5553225281

- a. Predittori: (costante), ROE 2003, BOOK VALUE PER SHARE 2003

ANOVA^a

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	209541,859	2	104770,930	63,701	,000 ^b
Residuo	473683,445	288	1644,734		
Totale	683225,305	290			

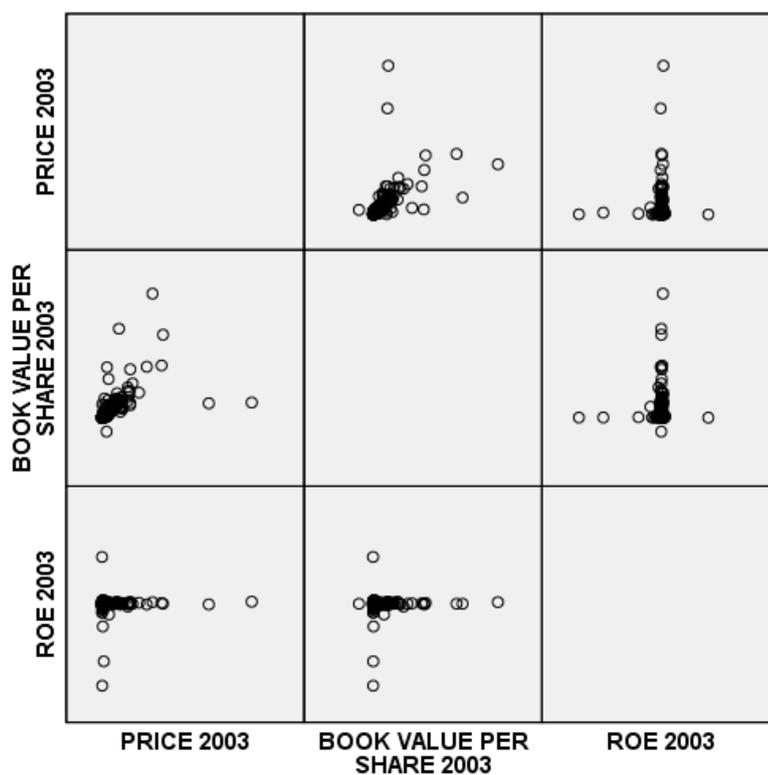
a. Variabile dipendente: PRICE 2003

b. Predittori: (costante), ROE 2003, BOOK VALUE PER SHARE 2003

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	9,230	2,641		3,495	,001
BOOK VALUE PER SHARE 2003	,699	,062	,553	11,257	,000
ROE 2003	1,193	2,910	,020	,410	,682

a. Variabile dipendente: PRICE 2003



ESERCIZIO 2004:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2004, BOOK VALUE PER SHARE 2004 ^b	.	Immetti

- a. Variabile dipendente: PRICE 2004
 b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,787 ^a	,619	,616	42,90220990476

- a. Predittori: (costante), ROE 2004, BOOK VALUE PER SHARE 2004

ANOVA^a

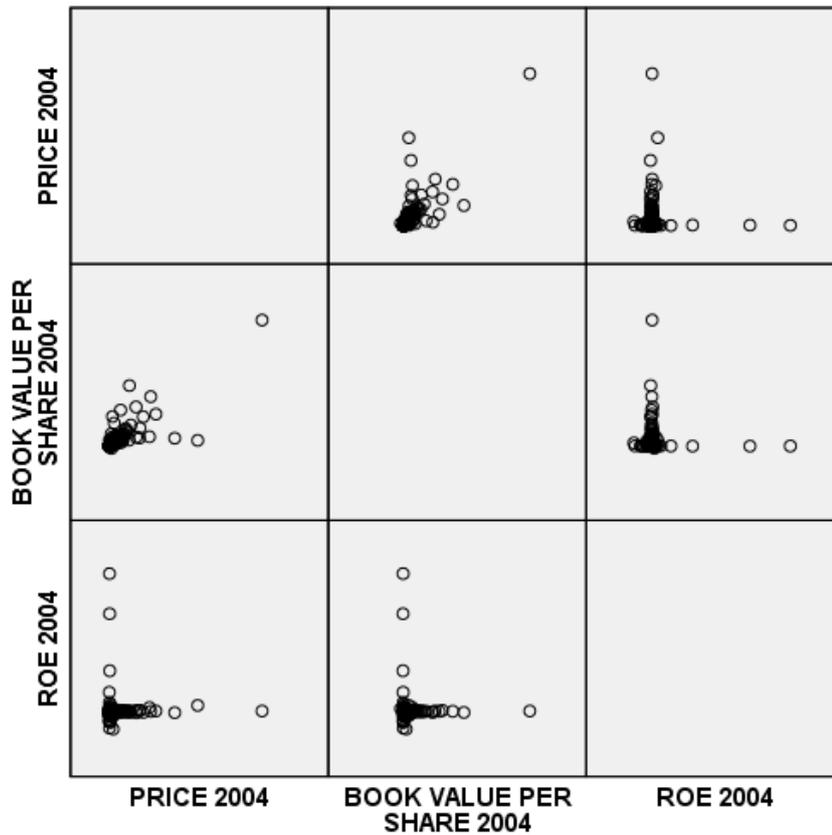
Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	863689,827	2	431844,913	234,622	,000 ^b
Residuo	531933,289	289	1840,600		
Totale	1395623,115	291			

- a. Variabile dipendente: PRICE 2004
 b. Predittori: (costante), ROE 2004, BOOK VALUE PER SHARE 2004

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	5,882	2,760		2,131	,034
BOOK VALUE PER SHARE 2004	,985	,045	,787	21,658	,000
ROE 2004	1,171	3,083	,014	,380	,704

- a. Variabile dipendente: PRICE 2004



ESERCIZIO 2005:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2005, BOOK VALUE PER SHARE 2005 ^b	.	Immetti

a. Variabile dipendente: PRICE 2005

b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,646 ^a	,418	,414	44,6164220948

a. Predittori: (costante), ROE 2005, BOOK VALUE PER SHARE 2005

ANOVA^a

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	411520,603	2	205760,302	103,365	,000 ^b
Residuo	573300,035	288	1990,625		
Totale	984820,638	290			

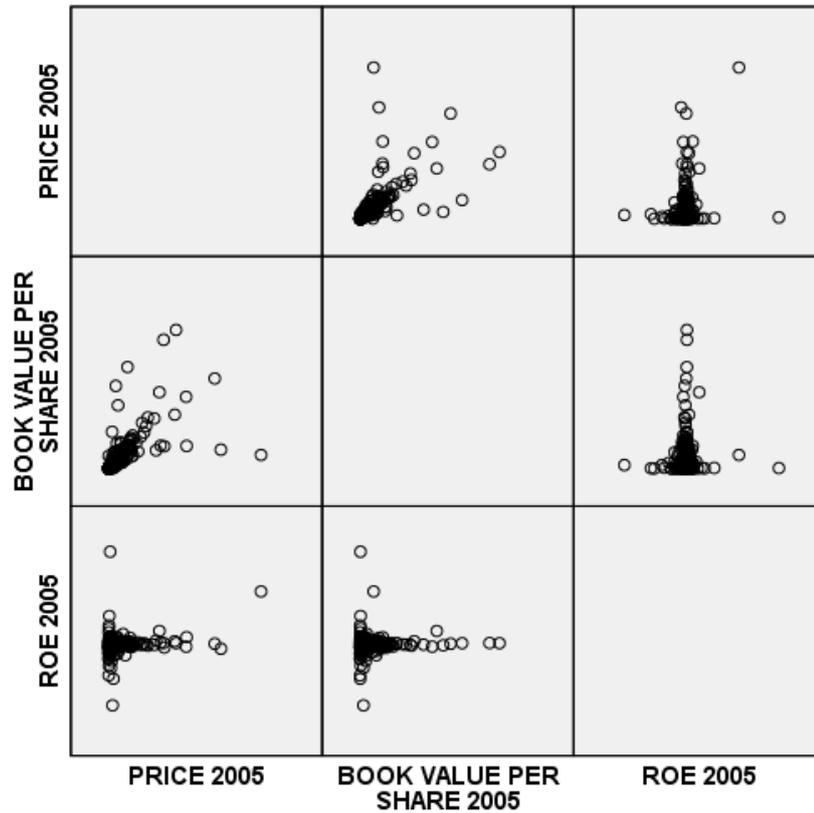
a. Variabile dipendente: PRICE 2005

b. Predittori: (costante), ROE 2005, BOOK VALUE PER SHARE 2005

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	6,274	3,267		1,920	,056
BOOK VALUE PER SHARE 2005	,903	,065	,622	13,843	,000
ROE 2005	38,171	10,077	,170	3,788	,000

a. Variabile dipendente: PRICE 2005



ESERCIZIO 2006:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2006, BOOK VALUE PER SHARE 2006 ^b	.	Immetti

- a. Variabile dipendente: PRICE 2006
- b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,873 ^a	,763	,761	52,3659128478

- a. Predittori: (costante), ROE 2006, BOOK VALUE PER SHARE 2006

ANOVA^a

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	2550889,100	2	1275444,550	465,119	,000 ^b
Residuo	792492,571	289	2742,189		
Totale	3343381,671	291			

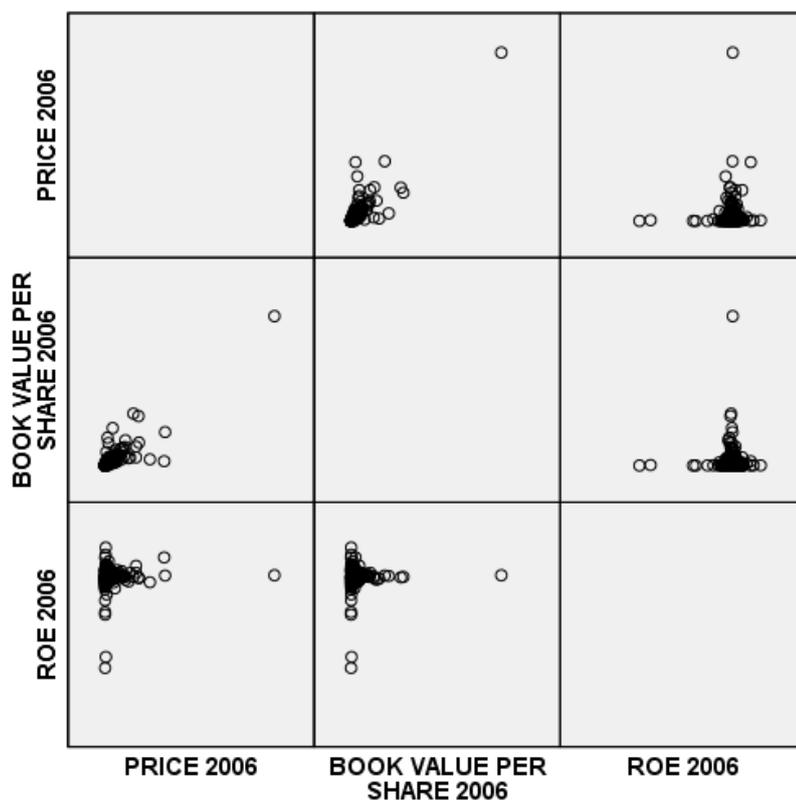
a. Variabile dipendente: PRICE 2006

b. Predittori: (costante), ROE 2006, BOOK VALUE PER SHARE 2006

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	4,008	3,758		1,066	,287
BOOK VALUE PER SHARE 2006	1,250	,041	,872	30,449	,000
ROE 2006	20,094	13,891	,041	1,446	,149

a. Variabile dipendente: PRICE 2006



ESERCIZIO 2007:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2007, BOOK VALUE PER SHARE 2007 ^b	.	Immetti

a. Variabile dipendente: PRICE 2007

b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,752 ^a	,566	,563	62,5576

a. Predittori: (costante), ROE 2007, BOOK VALUE PER SHARE 2007

ANOVA^a

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	1474294,097	2	737147,048	188,362	,000 ^b
Residuo	1130987,177	289	3913,450		
Totale	2605281,274	291			

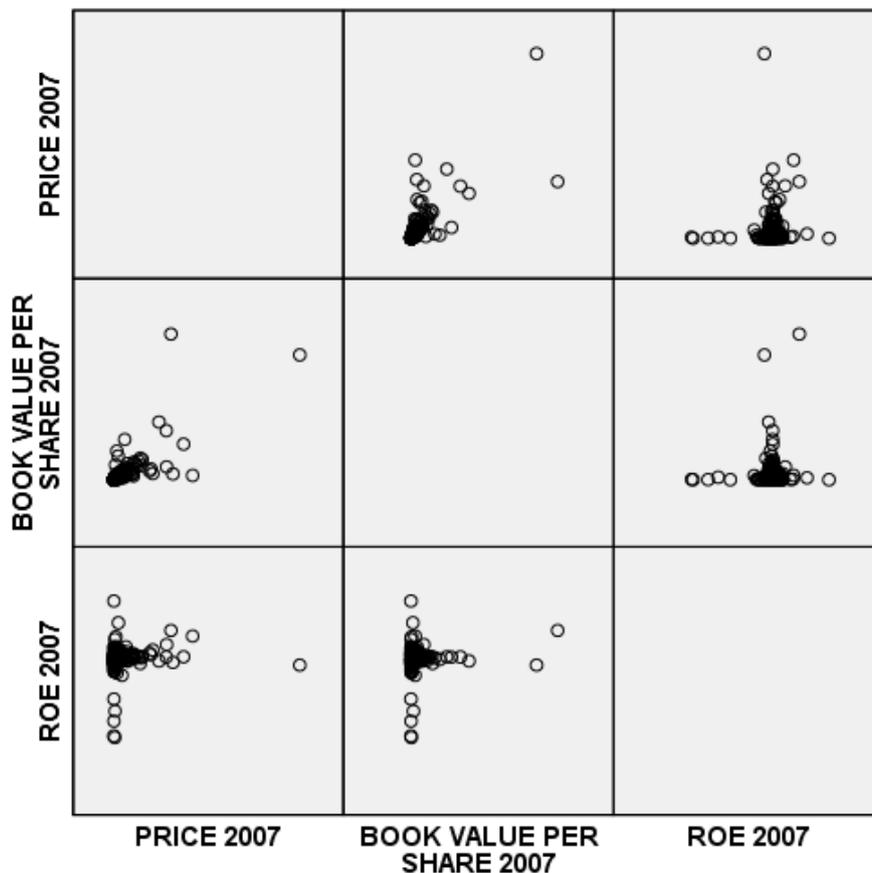
a. Variabile dipendente: PRICE 2007

b. Predittori: (costante), ROE 2007, BOOK VALUE PER SHARE 2007

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	14,257	4,125		3,456	,001
BOOK VALUE PER SHARE 2007	,748	,039	,751	19,305	,000
ROE 2007	5,113	13,014	,015	,393	,695

a. Variabile dipendente: PRICE 2007



ESERCIZIO 2008:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2008, BOOK VALUE PER SHARE 2008 ^b	.	Immetti

- a. Variabile dipendente: PRICE 2008
- b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,824 ^a	,678	,676	36,76996

- a. Predittori: (costante), ROE 2008, BOOK VALUE PER SHARE 2008

ANOVA^a

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	824502,343	2	412251,171	304,913	,000 ^b
Residuo	390736,670	289	1352,030		
Totale	1215239,013	291			

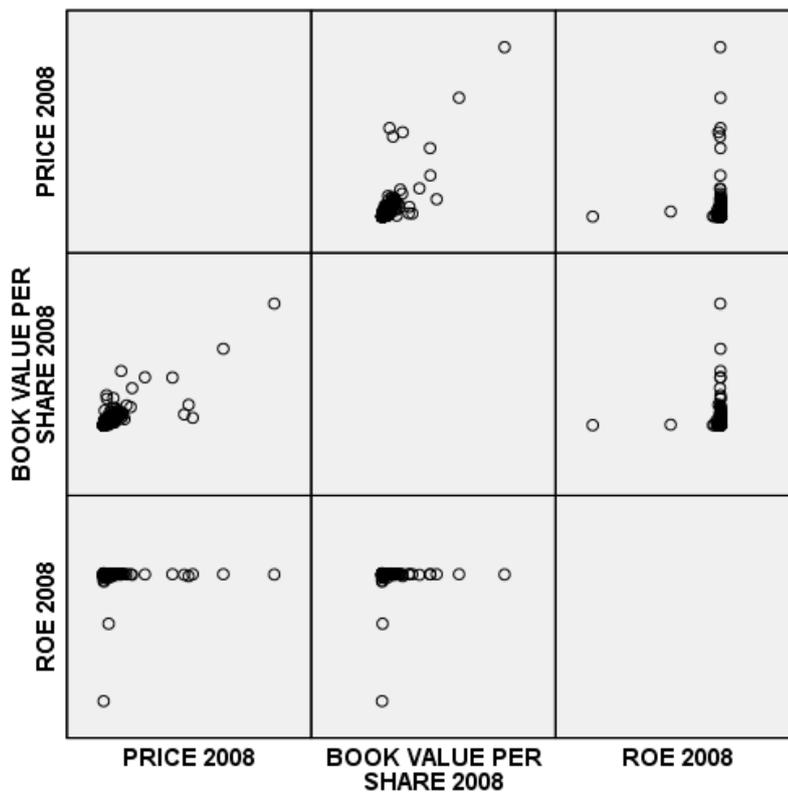
a. Variabile dipendente: PRICE 2008

b. Predittori: (costante), ROE 2008, BOOK VALUE PER SHARE 2008

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	,586	2,340		,250	,802
BOOK VALUE PER SHARE 2008	,854	,035	,824	24,688	,000
ROE 2008	-,062	,229	-,009	-,270	,787

a. Variabile dipendente: PRICE 2008



ESERCIZIO 2009:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2009, BOOK VALUE PER SHARE 2009 ^b	.	Immetti

a. Variabile dipendente: PRICE 2009

b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,795 ^a	,631	,629	38,5482328276

a. Predittori: (costante), ROE 2009, BOOK VALUE PER SHARE 2009

ANOVA^a

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	735119,693	2	367559,846	247,354	,000 ^b
Residuo	429444,247	289	1485,966		
Totale	1164563,940	291			

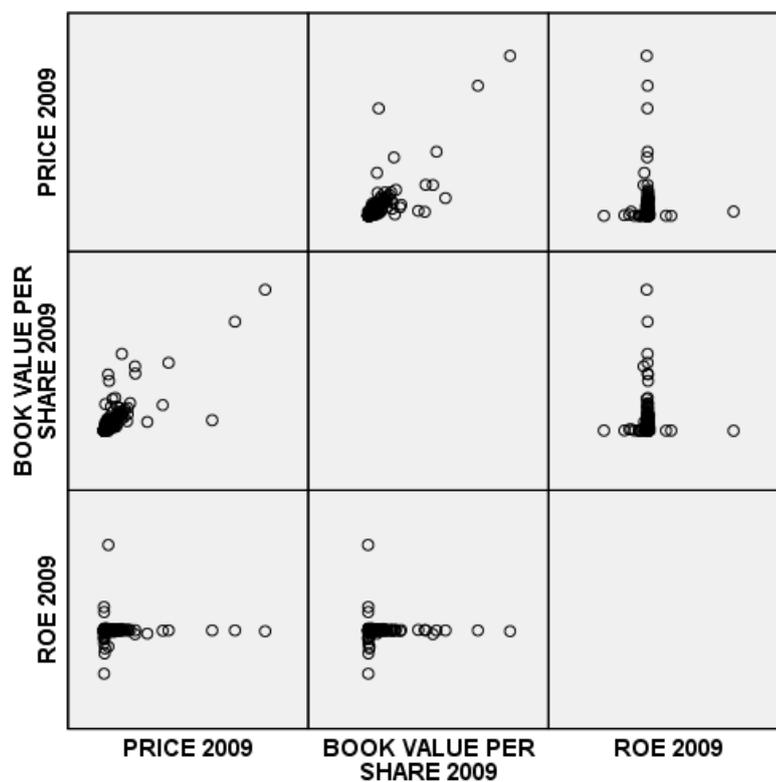
a. Variabile dipendente: PRICE 2009

b. Predittori: (costante), ROE 2009, BOOK VALUE PER SHARE 2009

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	1,866	2,469		,756	,450
BOOK VALUE PER SHARE 2009	,846	,038	,795	22,242	,000
ROE 2009	,420	1,486	,010	,282	,778

a. Variabile dipendente: PRICE 2009



ESERCIZIO 2010:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2010, BOOK VALUE PER SHARE 2010 ^b	.	Immetti

- a. Variabile dipendente: PRICE 2010
 b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,838 ^a	,702	,700	33,61637

- a. Predittori: (costante), ROE 2010, BOOK VALUE PER SHARE 2010

ANOVA^a

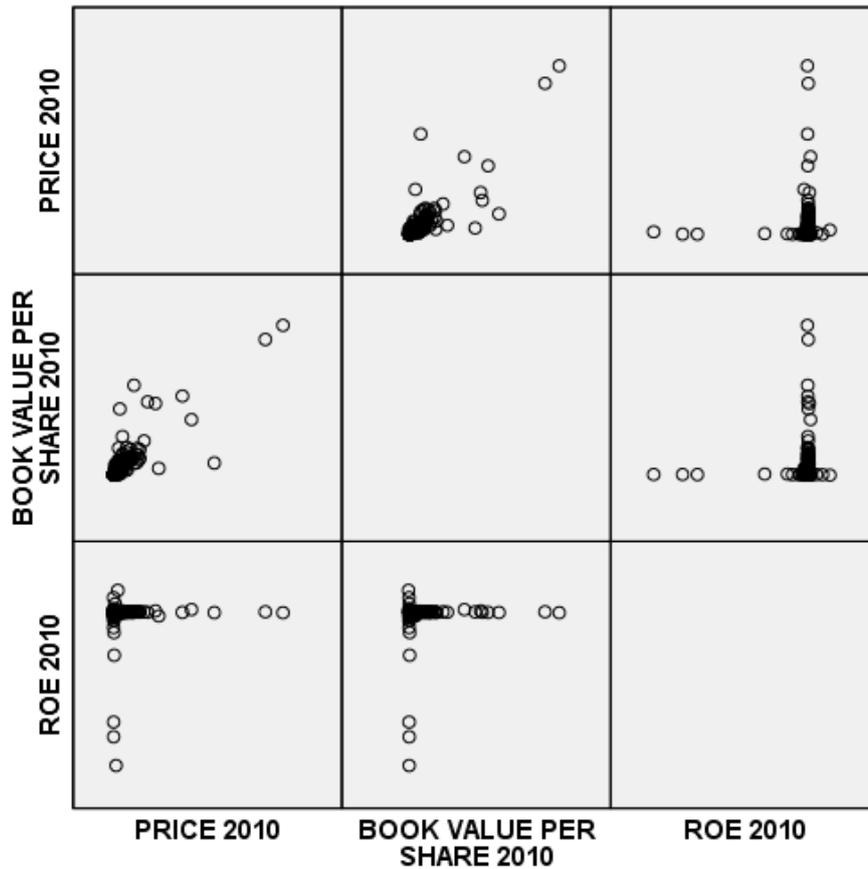
Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	769456,616	2	384728,308	340,449	,000 ^b
Residuo	326587,381	289	1130,060		
Totale	1096043,996	291			

- a. Variabile dipendente: PRICE 2010
 b. Predittori: (costante), ROE 2010, BOOK VALUE PER SHARE 2010

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	1,712	2,158		,793	,428
BOOK VALUE PER SHARE 2010	,855	,033	,838	26,065	,000
ROE 2010	-,046	,901	-,002	-,051	,959

- a. Variabile dipendente: PRICE 2010



ESERCIZIO 2011:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2011, BOOK VALUE PER SHARE 2011 ^b	.	Immetti

- a. Variabile dipendente: PRICE 2011
- b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,817 ^a	,668	,666	31,3806874906

- a. Predittori: (costante), ROE 2011, BOOK VALUE PER SHARE 2011

ANOVA^a

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	572547,171	2	286273,586	290,708	,000 ^b
Residuo	284592,041	289	984,748		
Totale	857139,212	291			

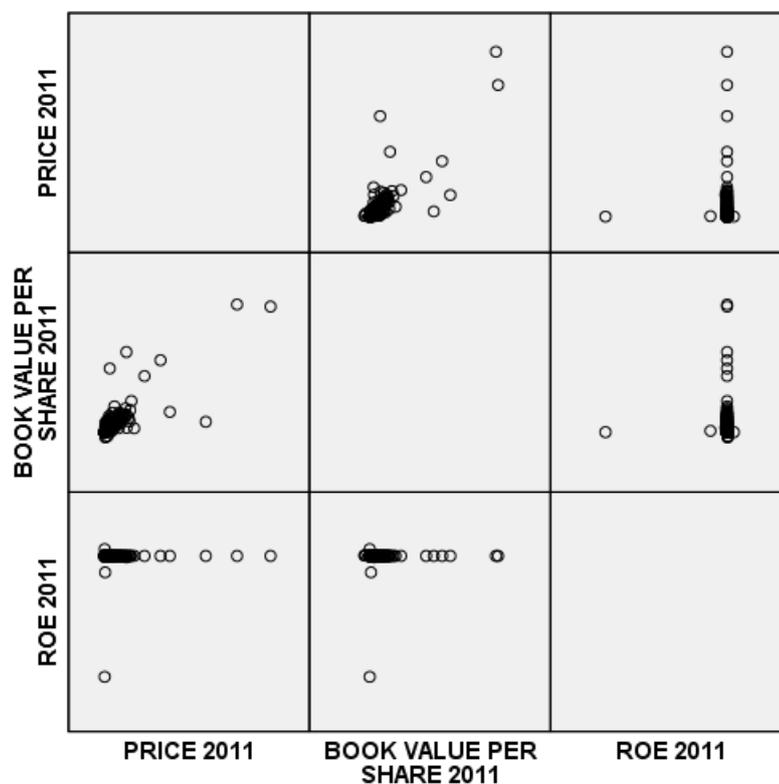
a. Variabile dipendente: PRICE 2011

b. Predittori: (costante), ROE 2011, BOOK VALUE PER SHARE 2011

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	1,510	1,992		,758	,449
BOOK VALUE PER SHARE 2011	,780	,032	,817	24,104	,000
ROE 2011	,002	,036	,002	,049	,961

a. Variabile dipendente: PRICE 2011



ESERCIZIO 2012:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2012, BOOK VALUE PER SHARE 2012 ^b	.	Immetti

- a. Variabile dipendente: PRICE 2012
 b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,807 ^a	,651	,649	35,028689

- a. Predittori: (costante), ROE 2012, BOOK VALUE PER SHARE 2012

ANOVA^a

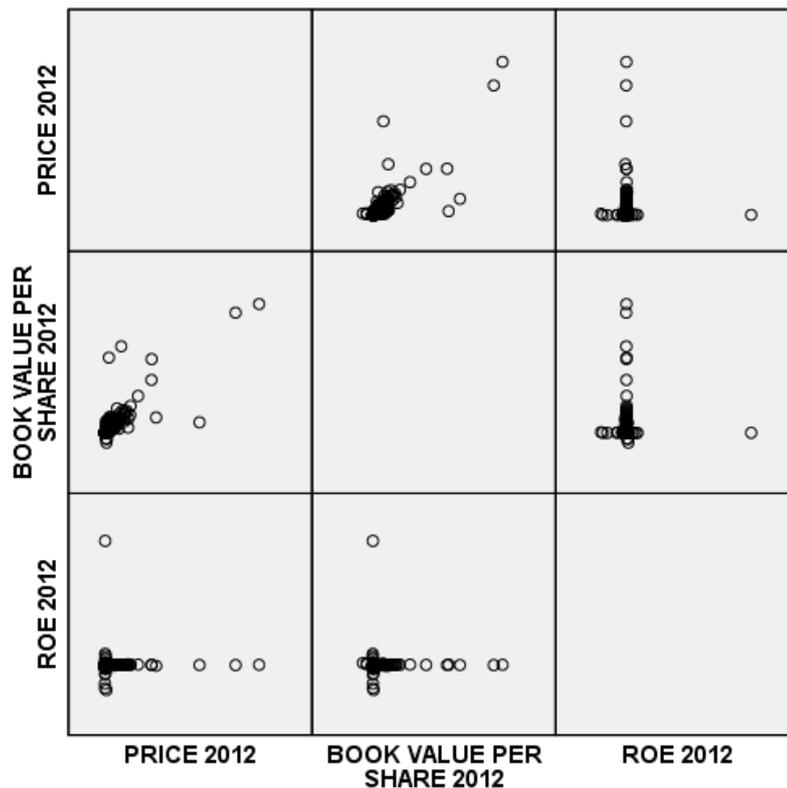
Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	661245,772	2	330622,886	269,454	,000 ^b
Residuo	354605,619	289	1227,009		
Totale	1015851,391	291			

- a. Variabile dipendente: PRICE 2012
 b. Predittori: (costante), ROE 2012, BOOK VALUE PER SHARE 2012

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	1,965	2,221		,885	,377
BOOK VALUE PER SHARE 2012	,830	,036	,807	23,213	,000
ROE 2012	,019	,897	,001	,022	,983

- a. Variabile dipendente: PRICE 2012



ESERCIZIO 2013:

Variabili immesse/rimosse^a

Modello	Variabili immesse	Variabili rimosse	Metodo
1	ROE 2013, Book Value per Share 2013 ^b	.	Immetti

a. Variabile dipendente: PRICE 2013

b. Sono state immesse tutte le variabili richieste.

Riepilogo del modello

Modello	R	R-quadrato	R-quadrato adattato	Errore standard della stima
1	,826 ^a	,682	,680	37,27607

a. Predittori: (costante), ROE 2013, Book Value per Share 2013

ANOVA^a

Modello	Somma dei quadrati	gl	Media quadratica	F	Sign.
1 Regressione	862776,072	2	431388,036	310,461	,000 ^b

Residuo	401567,166	289	1389,506		
Totale	1264343,239	291			

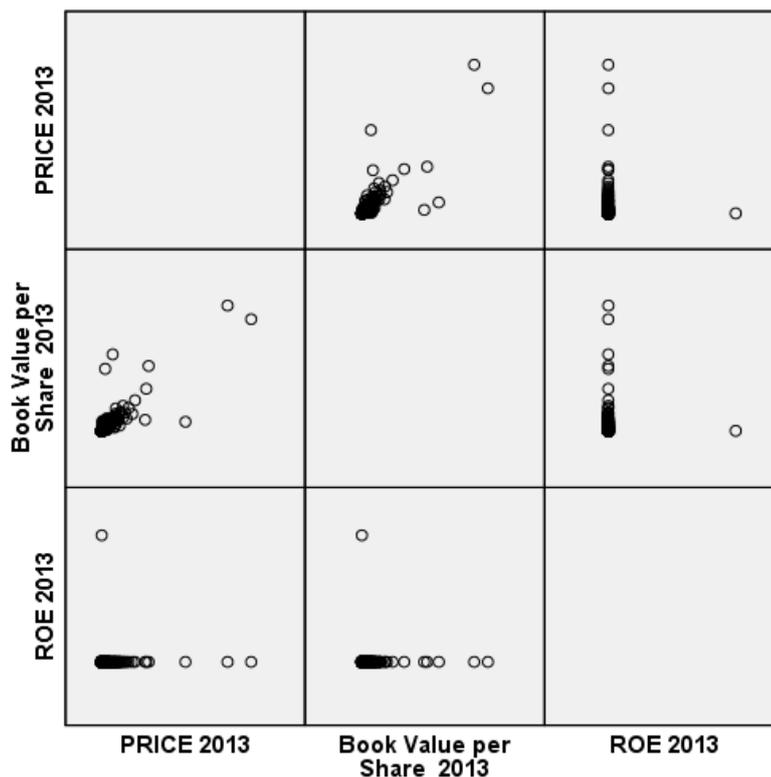
a. Variabile dipendente: PRICE 2013

b. Predittori: (costante), ROE 2013, Book Value per Share 2013

Coefficienti^a

Modello	Coefficienti non standardizzati		Coefficienti standardizzati	t	Sign.
	T	Errore std	Beta		
1 (Costante)	2,867	2,355		1,217	,225
Book Value per Share 2013	,899	,036	,826	24,911	,000
ROE 2013	-,001	,041	-,001	-,035	,972

a. Variabile dipendente: PRICE 2013



RINGRAZIAMENTI

Al termine di questi tre anni di dottorato desidero ringraziare tutte le persone che a vario titolo mi hanno accompagnato in questo percorso e senza le quali questo lavoro di tesi non sarebbe stato possibile realizzare.

*Prima di tutto vorrei ringraziare il **Professor Andrea Amaduzzi** per il preziosissimo contributo teorico e metodologico a questo progetto di ricerca, per l'infinita pazienza e disponibilità, anche nei miei momenti di sconforto e per le molte liquirizie mangiate insieme.*

*Un sentito ringraziamento ai **miei genitori** che, con il loro indefinibile sostegno morale ed economico, mi hanno permesso di raggiungere anche questo traguardo. Non vi preoccupate più: questa volta è finita!!*

*Ringrazio le mie “storiche” amiche con cui ho condiviso gioie e dolori, in particolare **Selena**, che mi ha fatto diventare “zia” di Chris e nonostante il difficile momento che stai attraversando, mi sei stata incondizionatamente vicina, **Martina**, che appena entro a casa tua mi fai tornare il sorriso e so che su di te (e dai diciamo anche Fabio, sennò dice che lo dimentico sempre) posso contare, **Vania**, che nonostante lo “sclero” del lavoro e gli orari impossibili, anche solo con una telefonata le mie giornate cambiavano forma e colore e **Elide** che sebbene i molti km di distanza (ma proprio in Belgio mi dovevi finire?!) ti ho sempre sentita vicina. Inoltre, vorrei aggiungere le nuove amiche conosciute in questo periodo, che non da meno, mi hanno rallegrato e dato la forza di raggiungere i miei obiettivi, in particolare **Laura**, la mia psicologa che ha sopportato lunghe confidenze, aiutandomi con preziosi consigli e con cui ho iniziato il nuovo anno alla grande, **Barbara**, che a cui dovrei essere grata per svariati motivi, tra cui farmi talmente ridere da “ucciderci in macchina”, la*

solidarietà negli “squat e burpees”, la sua pazzia e i consigli sul “non pensar troppo” ed infine, **Eleonora**, ti ho conosciuta in modo particolare e sei diventata una persona importante, specialmente nei momenti difficili condivisi. Il corso di inglese non sarebbe stato lo stesso, come le crepes alla nutella, il kebabbaro, l’“essere provinciale” e la scorta sulle buste d’insalata;

Un pensiero anche alla mia **cara nonna**, scomparsa alla fine della laurea magistrale, spero che ovunque sei, continui ad essere fiera di me.

Un ringraziamento ai **miei colleghi** di dottorato, per i consigli, le risate, le lezioni, gli esami e tutti i momenti passati insieme;

A tutti gli **altri amici**, i **parenti**, le **persone** che conosco un po’ sparse per il mondo, ai miei insegnanti, a tutti coloro con cui ho trascorso attimi felici ed importanti, ma anche a coloro che mi han fatto rattristire e talvolta arrabbiare, (mi avete insegnato sempre qualcosa!)

... insomma a tutti voi grazie di cuore.

Con affetto

Elisa