

***Value relevance* delle risultanze di bilancio. Evidenza empirica per le emittenti ad alta capitalizzazione nel “dopo crisi”¹**

Marco Taliento

Sommario: 1. Introduzione - 2. Fondamenta teoriche in tema di valore aziendale e di *value relevance* - 3. Recente evidenza empirica italiana (Ftse Mib, quadriennio 2011/2014) - 4. Commento e osservazioni finali - Bibliografia

Abstract

The article focuses on the issue of value relevance of the main accounting results of businesses – primarily, net income and capital – investigating, in essence, how (and to what extent) they can reverberate on stock market values. Starting from the identification of the theoretical framework, namely the revisited Ohlson’s linear classical model, the study tests the value relevance principles in the actual “post-crisis” period by analyzing the results registered in the annual reports by the listed companies belonging to the high-cap Ftse Mib benchmark (covering nearly the 80% of the entire market capitalization), in consideration of the recent four-year (2011/2014) reported period. The original model has also been decomposed in order to enhance the role of accruals (non-monetary elements) deriving from the distance between earnings and cash flows from operations, ie between accrual-based and cash-based accounting. Such empirical verification about the possible impact of accounting information allows us to confirm the research hypothesis underlying the longitudinal model adopted (panel data – fixed effects), evidencing some up to date and interesting correlations / associations in point of value relevance for a considerable part of the Milan stock exchange market in the after-crisis (in sum: the proactive role of net assets and cash flows, rather than earnings; the negative impact of aggregate accruals as latent macro-indicator of possible earnings management).

Key words: Corporate valuation, Value relevance, Earnings management, Accruals

¹ L'articolo è stato sottoposto a doppio referaggio anonimo.

1. Introduzione

Come è noto, *reddito* e *capitale* sono le grandezze di origine contabile, composte e sintetiche allo stesso tempo, di basilare importanza per la comprensione e la gestione dell'economia delle aziende nell'aspetto sia oggettivo sia cognitivo (tant'è che il sistema contabile di riferimento è il sistema del *patrimonio* e del *risultato economico*)². Trattasi di variabili *derivate* di natura astratta perché discendenti da ipotesi, previsioni e congetture formulate peraltro in ottemperanza ai criteri richiesti dalle norme/regole e dai principi contabili, denotanti un'alta valenza segnaletica/informativa a beneficio degli *stakeholder*.

Sempre più ci si interroga, tuttavia, sulla efficacia “pratica” delle suddette grandezze, sempre vitali per il *financial accounting*, nel “modo finanziario”: segnatamente, ci si chiede se e quanta “rilevanza valoriale” possano le stesse esercitare nell'attuale contesto di mercato, potendo (e fino a che grado?) informare gli investitori sulle attese di *performance* futura (flussi di reddito, di cassa, di dividendo) e, in definitiva, sui prezzi o quotazioni del capitale (*equity*).

La questione, volendola declinare con riguardo all'attuale contesto/condizione del nostro mercato economico-finanziario, è allora la seguente: Reddito e capitale sono (e ‘fino a quanto’) considerate informazioni finanziarie *value relevant*? Creano ‘ancora’ consenso finanziario?

Detta questione naturalmente presupporrebbe un'indagine speculativa preliminare e approfondita sul *valore aziendale*. Ma, non è compito di questo contributo addentrarsi nelle variegate tecniche di stima del valore d'impresa, ovvero degli aggregati di imprese, come proposte dalla migliore dottrina economico-aziendale e adoperate nella più accreditata pratica professionale. Né v'è l'intenzione di fornire un *framework* strumentale all'analisi specifica dei profili di rilievo nei processi di valutazione aziendale³. Su tali tematiche – assodato che il problema della selezione del metodo più soddisfacente rimanda allo studio attento delle condizioni e delle proprietà dei diversi procedimenti in virtù di una determinata base informativa di supporto – è sufficiente ricordare che le metodiche (ad es. “dirette”, “indirette”, basate su variabili “*stock*”, “flusso”,

²In merito alle problematiche generali d'informativa societaria, si rinvia *ex multis* al contributo di Capaldo (1998). Cfr. altresì Zappa (1950), Onida (1970), Ferrero (1988), Zanda (2007).

³Laddove intenda evitare (com'è auspicabile) un utilizzo acritico di modelli puramente teorici o astratti, il soggetto valutatore dovrà sforzarsi di interpretare e comporre le complesse variabili che generano valore aziendale nel contesto di un ampio ventaglio di informazioni e conoscenze (a dire il vero non sempre misurabili con tecniche quantitative o monetarie) tra loro interrelate; le quali finiranno a loro volta per influenzare la scelta della metodologia operativa più idonea al caso che gli è stato affidato.

“miste”,...) possono essere talora anche molto differenziate tra loro, conducendo a risultati non sempre convergenti⁴.

Il lavoro, invece, si limita a concentrarsi sull'accennato concetto di *value relevance* delle principali informazioni di sintesi economico-contabili, alludendo alla capacità reale di queste ultime di influenzare i valori/prezzi di mercato delle società e, di conseguenza, gli annessi rendimenti aziendali (Azzali *et. al.* 2012). Tale importante caratteristica, ad evidenza, è strettamente interconnessa a quella dell'attendibilità e utilità dei bilanci (potendo entrare anche in contrasto con il principio di *conservativism*), come pure dell'efficienza, ossia del *functioning*, dei mercati finanziari. Il valore aziendale investigato, in particolare, è quello di mercato (solitamente espresso dalla capitalizzazione di borsa ovvero - considerandolo *per share* - dalle quotazioni azionarie).

Tanto premesso, nel prosieguo l'articolo intende anzitutto richiamare prodromicamente le fondamenta teoriche in punto di valore aziendale e, soprattutto, di *value relevance* dell'informativa contabile di bilancio (par. 2). Successivamente (par. 3), viene illustrata una recente ricerca empirica espletata *ad hoc* – sia descrittiva, sia correlativa e inferenziale – finalizzata a trovare alcune ricorrenze (*findings*) valide per una porzione significativa, in termini appunto di (aliquota del) valore di mercato, della realtà economica italiana (Ftse Mib, quadriennio 2011/2014), sulla base di ipotesi coerenti con la letteratura di riferimento, formulando infine i conseguenti commenti ed osservazioni finali (par. 4).

Rispetto ad altri contributi che hanno precedentemente affrontato la tematica della rilevanza valoriale delle grandezze di risultato aziendali o dell'annessa *disclosure* (v. *infra* per riferimenti), il presente si distingue per aver investigato il fenomeno in Italia in un significativo arco temporale successivo alla deflagrazione della crisi, con l'intento di verificare la tenuta dei modelli teoretici internazionali di analisi invalsi anche dopo l'occorrenza di eventi forieri di forte discontinuità. Ad es., Azzali *et al.* (2013) hanno esaminato la *value relevance* dell'*earnings management* prima e durante la crisi (da 2006 al 2011), evidenziando una contrazione della *value relevance* degli utili e dei suoi componenti, con un mantenimento dei soli flussi di cassa operativi; cfr. anche Devalle (2012) e Choi *et al.* (2010), rispettivamente per i mercati europei ed asiatici nel periodo di crisi; mentre, Silvestri & Veltri (2011), si focalizzano sul settore *financial* del mercato italiano.

Peraltro, l'impatto della stessa crisi finanziaria sulla *value relevance* è controverso: taluni registrano una rilevanza significativamente ridotta durante la crisi (Lim & Lu, 2011); altri, un'influenza positiva (Devalle, 2012); infine, è affermato pure - in modo equilibrato - che la crisi possa esercitare un impatto variabile sulla *value relevance* a seconda degli specifici *environmental factors* che caratterizzano i diversi mercati che si vanno a investigare (Özkan and

⁴Su tutti, nell'ampia letteratura di riferimento, si rinvia a Zanda, Lacchini & Onesti (2013) e Guatri & Bini (2009).

Kaytmaz Balsari, 2010)⁵. Nel nostro caso, dunque, si restringe il campo al dopo crisi nel mercato italiano – è questo il contributo del lavoro –, con tutti i limiti e le implicazioni che si sottolineano più avanti.

2. Fondamenta teoriche in tema di valore aziendale e di *value relevance*

Il valore aziendale è un'entità astratta variamente configurabile in relazione alle finalità che mediante il processo valutativo si intendono perseguire. Accanto al valore di funzionamento, correlato alla determinazione periodica del reddito di esercizio, e al capitale di stralcio, volto all'individuazione del presumibile valore di liquidazione dei *net asset* aziendali, grande importanza assume il “valore economico”, accettato quale configurazione valoriale dell'impresa nel presupposto del suo “trasferimento” (*change of control*).

Invero, il valore economico si atteggia quale “antecedente logico” di una contrattazione che può confermare lo stesso o distaccarsene in modo più o meno significativo. In altri termini, il valore può differire dal prezzo effettivo di negoziazione. La divergenza tra prezzo corrisposto e valore economico può essere spiegata in considerazione del fatto che il primo, a differenza del secondo, è influenzato dalle citate condizioni soggettive di negoziazione (implicando costi o guadagni transattivi o assimilati).

Il valore economico può essere stimato attraverso varie metodologie, “dirette” e “indirette”, idonee a soddisfare - con diverso grado - le seguenti proprietà: *razionalità*, nel senso che il metodo deve essere concettualmente valido e dotato di consistenza teorica; *obiettività*, nel senso che il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi od almeno notevolmente credibili, dunque verificabili; *generalità*, nel significato che il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione; infine, una ulteriore proprietà è identificata nella *stabilità*: in questo caso, il valore cui addivene il processo di stima deve essere un valore tendenzialmente stabile nel tempo, nel senso che esso non dovrà variare al semplice mutare di fattori contingenti (a meno che non si tratti di modifiche oggettive e ‘irreversibili’ degli scenari di riferimento) ovvero di mere opinioni.

Le tecniche dirette, anche dette relative, fanno riferimento ai prezzi effettivi espressi dal mercato finanziario per quote di capitale dell'azienda *valutanda* o di aziende similari (*comparison approach*). Si procede, in pratica, applicando ai dati aziendali medi normalizzati alcuni moltiplicatori empirici, riferiti alle *performance* di settore o storiche, quali il P/E, il P/CF, il P/S, l'EV/EBIT, ecc. I metodi in parola, a fronte di una semplice e immediata applicazione, risultano per alcuni versi discutibili o insoddisfacenti con riferimento alle proprietà sopra delineate (soprattutto generalità e razionalità). Largamente accolte sono altresì le tecniche indirette, o assolute, così chiamate in quanto si fondano non direttamente su

⁵Aliabadi, Dorestani & Balsara (2013), in un'indagine multi-Paese/settore svolta per il periodo “critico” 2006-2009, hanno ad es. individuato nel ROA (*return on assets*) la misura di *performance* economica maggiormente rilevante ai fini valoriali.

parametri di mercato bensì su grandezze flusso (ad es. reddituali o finanziarie), *stock* (patrimoniali) o miste (flusso-*stock*). Le più diffuse metodologie reddituali e quelle finanziarie consistono nell'attualizzazione dei flussi attesi, rispettivamente, reddituali e monetari, ritraibili dall'azienda (cui si affianca il metodo dei dividendi, che verte sull'attualizzazione dei flussi di dividendo ottenibili in futuro dagli *shareholders*). Va pur detto che l'impianto *las/lfrs* (principi contabili internazionali), in linea generale, predilige nel campo estimativo ai fini del *financial reporting* e dell'*accounting* valutazioni economiche basate su dati di mercato (ove esistenti) o altri *input* osservabili (tra i quali non è dimostrato rientrino le grandezze endogene).

In questa sede, è selezionata la tecnica diretta basata sulla capitalizzazione di borsa, la quale ha il grande pregio di fornire dati concreti / dimostrabili, soprattutto laddove si prendono in considerazione società emittenti quotate in borsa, appalesandone i relativi valori, approssimati dai prezzi, di mercato.

Da quanto premesso emergono nitide le correlazioni tra valore e grandezze fondamentali espressive dello stato (capitale) e della dinamica ('ritorno' economico-finanziario) aziendale. La dottrina straniera si è occupata molto, a tal proposito, dello studio combinato di valori di mercato e valori contabili, investigando specialmente se e quanto i secondi riescano a riflettersi nei primi. È questo, il filone della *value relevance*, sovente basato, invero, su metodologie econometriche abbastanza sofisticate.

Si tratta del più ampio *strand* denominato *Capital-Market-Based-Accounting* (CMBAR), il quale trae le origini dagli studi risalenti di Ball & Brown (1968) e di Beaver (1968).

Tra i modelli di misurazione della *value relevance* più frequenti e accreditati, spicca il modello (*Linear Information Model*) di Ohlson (1995), oggetto di numerose rivisitazioni avvicendatesi nel tempo per giunta, che testimoniano il grande interesse attorno ad esso, la sua perdurante attualità. L'intuizione dello *scholar* è stata quella di porre empiricamente il valore di mercato delle aziende in funzione di una media ponderata di ricchezza patrimoniale e di flusso di risultato economico-finanziario, richiamando per certi versi una retrostante metodologia mista *market-oriented*.

Detto altrimenti, *input* di origine contabile determinano o influenzano, a vario grado, *output* di mercato.

Una variante molto citata è il modello di Feltham-Ohlson (1995); mentre il modello di Easton-Harris (1999) indaga, nello specifico, il rapporto tra informazioni di bilancio e rendimenti (espressi in termini dinamici di variazione delle quotazioni, non di valori assoluti).

Il modello à la Ohlson che comunemente utilizzano nelle loro regressioni gli *scholars* economico-aziendali (si vedano, in punto di analisi tra valori di mercato e bilanci, Mechelli (2013), Fornaciari (2013) e Corteau (2008)) può essere così illustrato in forma lineare:

$$MV_{it} = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 NI_{it} + \varepsilon_{it}$$

dove:

MV_{it} : valore di mercato (*market value*) dell'impresa i al tempo t ;

α : è la costante (intercetta), cioè la componente di mercato che prescinde dai regressori;

BV_{it} : il valore di libro (*book value*) del capitale di funzionamento dell'impresa i al tempo t ;

NI_{it} : il reddito netto (*net income*) di esercizio dell'impresa i al tempo t ;

β_1 e β_2 : sono i coefficienti angolari rispettivamente del valore patrimoniale e di quello reddituale;

ε_{it} : il termine di errore, o residuo.

Generalmente, per ridurre il c.d. effetto scala dovuto alle diverse dimensioni delle società analizzate, si suole standardizzare ogni variabile investigata, ad esempio dividendola per il numero di *outstanding shares* (perciò ottenendo valori unitari *per share* onde evitare correlazioni 'spurie').

Vale la pena puntualizzare che i valori patrimoniali e reddituali impiegati in siffatti modelli (esistono, beninteso, vari *modified models*), non sono gli stessi, identici, valori sopraccitati presi a riferimento nell'ambito delle metodologie estimative del capitale economico, ossia il patrimonio netto rettificato (riespresso a valori correnti) e il reddito economico medio normalizzato. Si tratta più semplicemente, infatti, del patrimonio e del reddito di bilancio. Ciò (consapevoli che non viene rispettata *in toto* l'impostazione originaria di Ohlson) agevola di molto il lavoro del ricercatore o dell'analista.

È da dire che un altro, ricollegato, filone particolarmente *in auge* soprattutto dopo gli scandali o la crisi finanziaria recentemente occorsi – con tanto di problematiche specifiche quali le manipolazioni contabili, sovente pilotate per migliorare fittiziamente i risultati d'impresa o del gruppo nel perseguire finalità opportunistiche – è quello dell'*earnings management*, fondato sulla c.d. qualità degli utili aziendali (cfr. *ex multis* Healy (1985); De Angelo (1986); McNichols & Wilson (1988); Jones (1991); DeChow *et al.* (1995); Burgstahler & Dichev (1997); Cormier *et al.* (2000); Marquardt & Wiedman (2004); Kothari *et al.* (2005); Cheng *et al.* (2005); Lapointe-Antunes *et al.* (2006); Zang (2011); Dechow *et al.* (2012)). Qualità che, in breve, può essere assicurata nel momento in cui gli utili riescono a rappresentare correttamente la *performance* di medio-lungo periodo, piuttosto che le prospettive di breve se non brevissimo termine (ammesso che non soffrano di *bias*). Va da sé che, esprimendo poi gli utili la variazione del capitale per effetto di gestione, la qualità dei primi si riverbera su quella del secondo.

La modellistica, anche in questo caso, può essere particolarmente composta e progredita. Il più semplice indicatore di *earnings management* è rinvenibile, in questa cornice, nello *span* delle “politiche di bilancio” ottenibili mediante i *total accruals*. Questi ultimi, in breve, rappresentano la forbice tra i redditi e i flussi di cassa gestionali. Poiché, ragionando a regime, correnti economiche e correnti finanziarie ci si attende che convergano, l'assunto è che quanto mediamente minori sono i menzionati *accruals*, tanto minore è lo spazio e l'entità delle politiche di bilancio che, ove non condotte in buona fede, e cioè impropriamente (con certa disinvoltura), potrebbero consentire una *alterazione* delle risultanze *reali* (distanziando oltremodo redditi da variazioni di cassa) e quindi un'informazione errata agli *stakeholder*, distorcendone le decisioni finanziarie di

investimento, specialmente in situazioni di apprensione/amplificazione per forte *stress* economico (e non solo).

In virtù di tali considerazioni, ma pure alla luce dell'enfasi sui flussi finanziari posta dai principi Ias/lfrs (obbligatorie per le quotate) nell'informativa di bilancio (ma dal 2016 anche dalla normativa domestica/europea con l'esclusione delle più piccole imprese⁶), il modello *value relevant* in esame può essere decomposto, tra le altre maniere, in tal guisa:

$$MV_{it} = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 CFO_{it} + \beta_3 TAccr_{it} + \varepsilon_{it}$$

dove, accanto ai simboli già noti:

CFO_{it} : flusso di cassa operativo dell'impresa i al tempo t ;

$TAccr_{it}$: *total accruals* dell'impresa i al tempo t ;

β_2 e β_3 : coefficienti angolari rispettivamente del *cash flow* e dell'indicatore di *earnings management*.

Va da sé che, ad un'analisi più precisa, non sarebbero per nulla fuori di rischio per il mercato gli *accruals 'tout court'* (e cioè l'aggregato non monetario, stimato e congetturato dal *board*, di per sé insito nella costruzione del risultato economico d'esercizio / consolidato) quanto invece la loro componente *abnormal*, quella cioè non del tutto o affatto giustificata (detta *discretionary*, da distinguere rispetto alla componente *normal* o *non-discretionary*).

Tutto ciò premesso, nella restante parte dell'articolo si procede con uno studio empirico longitudinale mirato su una porzione alquanto importante del mercato di borsa italiano, anche al fine di testare sul campo – nell'attuale congiuntura – i presentati modelli economici internazionali per capire se, gli stessi, possano essere efficacemente esplicativi in un contesto diverso da quelli (angloamericani) in cui sono stati concepiti e, parimenti, se nel nostro Paese reggono l'*onda d'urto* della crisi finanziaria.

Infatti, l'analisi, come si vedrà meglio tra poco, verterà sulle risultanze oggetto di *reporting* nel recente quadriennio (2011/12/13/14) delle quotate primarie, ossia le emittenti a più elevata capitalizzazione, dimensione e liquidità, ricomprese tutte nel paniere Ftse Mib (coprendo circa i quattro quinti della complessiva capitalizzazione interna: il che rende senz'altro interessante ricercare o verificare ciò che per tale ampia fetta di mercato è *value relevant*). Il fatto stesso di appartenere al *benchmark* o segmento “di punta”, con le suddette caratteristiche, fa presumere che per le quotate individuate i modelli teorici internazionali presentati – focalizzandosi peraltro sulla evoluzione della *market capitalization* e relativi determinanti o fattori/informazioni associati – non siano aprioristicamente incompatibili o del tutto inconciliabili (quanto meno perché teoricamente

⁶Ci si riferisce alla Direttiva UE n. 34/2013, come recepita nel nostro Paese con D.Lgs. n. 139/2015 (introducendo, tra le altre novità, dal bilancio di esercizio e consolidato 2016 – che saranno approvati, di regola, nell'aprile-giugno 2017 – l'obbligo del rendiconto finanziario; ne sono esenti le società che redigono il bilancio in forma abbreviata e le micro-imprese).

raffrontabili alle società internazionali operanti in contesi maggiormente *market oriented*).

3. Recente evidenza empirica italiana (Ftse Mib, quadriennio 2011/2014 “post” crisi)

Alla luce delle evidenze empiriche riscontrate in altri contesti / periodi, la domanda della presente ricerca (*research question*) consiste nel voler testare il modello lineare modificato di *price regression* di Ohlson sul mercato di borsa italiano nel dopo crisi per disvelare il grado di *value relevance*, se esistente e significativo, dei valori sintetici di bilancio delle primarie quotate. L'approccio seguito è conforme alla *measurement perspective* (Hellström, 2006).

Più in particolare, il campione è costituito dalle società quotate sul basilare segmento Ftse Mib (acronimo di *Financial Times Stock Exchange - Milano Indice di Borsa*), ossia quelle a più alta capitalizzazione di borsa (*market capitalization*) ponderata sulla base del flottante e corretta per eventuali restrizioni; il periodo di osservazione è il quadriennio 2011/2014, nel caso di specie essendo interessati a valutare nel nostro Paese il fenomeno *value relevance* dopo la nota crisi, poco prima esplosa⁷. L'analisi verte dunque su 40 società di grande importanza e a liquidità elevata (misurata dal controvalore in euro scambiato nel semestre sui mercati telematici di Borsa Italiana per il numero di giorni di negoziazione) per 4 anni, per un totale di 160 osservazioni multiple *firm-year* (ognuna avente ad oggetto diverse variabili economico-finanziarie riferibili alle emittenti), con elaborazione di oltre un migliaio di dati/informazioni puntuali *processati* a sistema. Peraltro, il fatto che il paniere studiato, ricavato partendo dall'insieme di tutte le azioni quotate sui mercati MTA e MIV di Bit nel rispetto dei principi IOSCO per i *benchmark* finanziari (nato in seguito alla fusione tra Borsa Italiana - S&P Mib - e il London Stock Exchange), rappresenti all'incirca l'80% dell'intera capitalizzazione del mercato azionario interno, legittima a credere che le dinamiche economiche dello stesso possano riflettere abbastanza adeguatamente le principali caratteristiche quanto meno del mercato borsistico italiano (o viceversa). E comunque appare di un certo interesse capire e carpire se e come, nel periodo critico investigato, l'*accounting information* sui risultati aziendali sia *value relevant* in termini di attitudine dei medesimi a venir riflessi dalla capitalizzazione di borsa, a cominciare da quel 80% (peso economico del paniere) del valore di mercato preso in esame. In punto di rappresentatività, l'intento stesso del LSG Group, poi, è dichiaratamente quello di riprodurre

⁷Le quotate, come noto, adottano il modello internazionale Ias/Ifrs di bilancio. Nell'ampia letteratura sui principi contabili internazionali, si segnalano tra gli altri: Epstein & Jermakowicz (2011), Giunta & Pisani (2008), Nobes & Parker (2008), Zanda (2007). Si rinvia inoltre a Onesti *et al.* (2011).

mediante il paniere Ftse Mib le ponderazioni del settore allargato del mercato azionario italiano.

Per quanto riguarda le fonti, i dati attinti sono estratti o originati sia mediante esame dei bilanci pubblicati dalle società su Borsa Italiana (o tramite rispettive sezioni *investor relation*) sia da banche dati quali Capital IQ ed il sito della Consob.

Dati e informazioni sono stati processati con strumenti statistico-informatici idonei (anche mercé idonei *software* avanzati).

Alla luce della letteratura e della *research question*, l'ipotesi nulla da testare/rigettare è: reddito e capitale di funzionamento delle maggiori società italiane quotate non possono essere giudicate, nel dopo-crisi, informazioni *value relevant* (ad esempio a cagione degli effetti distorcenti della stessa).

Ne derivano, di converso, le seguenti ipotesi principali (tenendo poi conto del modello decomposto innanzi introdotto), basate sull'assunto che nell'*after-crisis* le informazioni contabili possano adempiere alla loro normale/ordinaria funzione predittiva dei valori:

H1: Il *capitale di funzionamento* (di bilancio, BV) delle citate società, nel dopo-crisi, è un'informazione *value relevant* per il corrispondente mercato di borsa.

H2: Il relativo *reddito di esercizio* (di bilancio, NI) è un'informazione *value relevant* per il corrispondente mercato di borsa.

Poiché il reddito può essere sostituito, per somma algebrica, da *accruals*⁸ e flusso finanziario (Richardson *et al.* 2005), se ne ricavano – vista l'enfasi recente sull'informativa prettamente finanziaria e l'attenzione crescente sulla “qualità” dei risultati contabili – le seguenti ipotesi supplementari:

H3: Il *flusso di cassa operativo* (OCF) è, nel dopo-crisi, un'informazione *value relevant* per il mercato di borsa investigato.

H4: Gli *accruals* (TAccr) esprimono un'informazione *value relevant* per l'analizzato mercato di borsa.

Altre ipotesi riguarderanno opportune variabili di controllo selezionate (*infra*), che completeranno le equazioni regressive più sopra delineate. In tutti i casi, la *value relevance question* è espressa in termini di valore di borsa. Sui “segni” attesi, v. *infra*.

Prima di tutto si espongono le statistiche descrittive dell'analisi esperita con riguardo alle succitate variabili.

Tab. 1 - Statistiche descrittive

<u>Variabile</u>	<u>Media</u>	<u>Mediana</u>	<u>Dev. Std.</u>	<u>Coeff. di var.</u>	<u>Asimmetria</u>	<u>Curtosi</u>
MV	9,48274e+006	4,78251e+006	1,18194e+007	1,24641	2,48562	6,60527

⁸Una recente e compendiosa sistematizzazione dell'economia degli *accruals* è rinvenibile in Ohlson (2014).

BV	1,05227e+007	4,62500e+006	1,57244e+007	1,49433	2,22622	3,82658
NI	36340,8	149500,	2,08861e+006	57,4728	-2,47031	16,8883
OCF	1,52570e+006	764500,	5,66840e+006	3,71528	-1,46308	11,6970
TAccr	-1,48936e+006	-422000,	5,64776e+006	3,79208	1,22206	15,0664

I dati assoluti riportati sono in migliaia di Euro. Si evidenzia un MV medio 9,48 miliardi di Euro, che 'si contrappone' a un BV medio di 10,52 miliardi (appalesando in media una sottostima del mercato rispetto ai dati contabili, quanto meno nel periodo "difficile" considerato) e a un NI di 36 milioni (per un rendimento ideale minimale sotto lo 0,5%); ben più ampio è invece l'OCF medio (1,52 miliardi)⁹, sottendendo un rapporto tra utili e flussi finanziari inferiore all'unità. Da questo sintetico quadro, è possibile trarre i seguenti spunti: la crisi finanziaria esplosa poco prima del quadriennale periodo di osservazione, sul finire nella prima decade, ha avuto riverberi importanti sui valori di mercato delle principali *public company* italiane, che appaiono mediamente inferiori ai corrispondenti valori di libro; il flusso monetario operativo medio, essendo più ampio dei redditi, segnala l'esistenza di rilevanti *accruals* a testimonianza dell'esigenza di ricorrere – nel suddetto periodo post-crisi – ad una più approfondita analisi secondo il modello di Ohlson modificato / decomposto.

Seguono, a maggior conforto della idoneità delle ipotesi di ricerca formulate, gli indici di correlazione di Pearson con annessi indicatori di significatività (*2-tailed Sig.*) statistica.

Tab. 2 - Matrice delle correlazioni

<i>MV</i>	<i>BV</i>	<i>NI</i>	<i>OCF</i>	<i>TAccr</i>	
1,000	0,824**	0,190*	0,289**	-0,220**	<i>MV</i>
	1,000	0,037	0,176*	-0,163*	<i>BV</i>
		1,000	0,194*	-0,175*	<i>NI</i>
			1,000	-0,932**	<i>OCF</i>
				1,000	<i>TAccr</i>

(**) correlazione significativa al livello 1% (2-tailed);

(*) correlazione significativa al livello 5% (2-tailed).

Le correlazioni più significative (in termini di *p-value* al livello *sub 1%*) riguardano capitalizzazione di borsa & capitale di bilancio in primo luogo, con un coefficiente di Pearson positivo dello 0,82; positiva è altresì la correlazione con il flusso di cassa operativo (coefficiente 0,29), e similmente con il flusso economico di reddito (coefficiente 0,19) benché questa volta ad un livello più modesto (*sub 5%*). Negativa è invece la correlazione con gli *aggregate accruals* (coefficiente -0,22) al livello *sub 1%*, peraltro negativamente correlati con gli altri *value drivers*. Un *warning* è rappresentato dalla forte, significativa, correlazione negativa tra

⁹I *total accruals* mediamente ammontano, per conseguenza, a -1,49 miliardi.

flusso monetario operativo e componenti stimati/congetturati non monetari (*accruals*), perché sintomo di possibili collinearità riscontrabili nel successivo modello econometrico (suggerendo di mantenere separate le due variabili in questione, visti gli esiti preventivi dei VIF - *variance inflation factors - tests*). Singolare è la non significativa correlazione statistica, nel caso di specie, tra BV e NI, quasi a premonire che le due variabili non avranno lo stesso grado di *value relevance*. In linea generale, il quadro delle correlazioni esposto consente di confermare la validità formale delle ipotesi della ricerca formulate inerenti alla possibile associazione tra MV e *value drivers* (segnatamente: capitale di bilancio, con segno atteso positivo; reddito, con segno atteso positivo; flusso monetario operativo, segno atteso positivo; *accruals*, segno atteso negativo).

Passando, dunque, al più interessante piano inferenziale, sono state provate diverse varianti econometriche applicate al nostro *Panel dataset*. L'approccio prescelto anche in considerazione degli esiti dei *test* di Breusch-Pagan e di Hausman (nonché l'*F-test* sull'ipotesi nulla che le unità *cross-sectional* abbiano tutte una intercetta comune), che – nell'economia del presente specifico *dataset* – ne hanno dimostrato la preferibilità, è il modello Panel a *effetti fissi* (qui superiore a quello a *effetti casuali* e all'*ols - pooled* inizialmente considerati), in grado di affrontare la problematica della correlazione *intra-group* (il modello è denominato *within-group estimator*) suddividendo altresì il termine di errore della *price regression* in due componenti (l'effetto individuale o fisso più il termine casuale *time-varying*).

Si precisa che, al fine di poter carpire il fenomeno della *value relevance* contabile con sufficiente / ragionevole *lag* temporale, il valore di mercato è registrato sulla base dei prezzi di borsa dell'aprile successivo (praticamente in modo da consentire che i valori di bilancio, di un certo anno n , venendo approvati successivamente, possano in concreto traslarsi nelle quotazioni di borsa alcuni mesi dopo, in $n+1$; pertanto la variabile è contrassegnata con MV_{it^*}).

Benché le dimensioni economiche nell'ambito del segmento di borsa a forte capitalizzazione possano indurre a credere le emittenti da tal punto di vista alquanto comparabili (*peer companies*), le equazioni invalse nel caso di specie sono sottoposte a *scaling* come suggerito dallo stesso Ohlson per evitare ogni distorsione di sorta. Pertanto, per sicurezza ed omogeneità dimensionale è stato sufficiente considerare le variabili selezionate ai fini dell'analisi “per unità di azione” (e cioè *per share*).

È inserita peraltro una variabile spaziale binaria Dummy (DF) per l'eventuale effetto dell'appartenenza delle quotate al comparto bancario / assicurativo / finanziario, piuttosto che a quello propriamente produttivo-industriale. In aggiunta, una variabile temporale (DT) va a controllare (mediante idonee *time-dummy*) l'eventuale effetto (positivo atteso, in termini borsistici) dello scorrere del tempo, comportando fisicamente un allontanamento graduale dalla deflagrazione della grande crisi di fine decade, dal 2011 in avanti (è infatti dato attendersi una progressiva riduzione del livello di depressione o pessimismo degli agenti economici e quindi recupero di ottimismo, o *sentiment* positivo, con benefico riverbero sulle *performance* azionarie).

Il primo modello testato è quello classico che mette in relazione inferenziale valore di mercato con patrimonio netto e reddito netto.

In formula si ha:

$$MV_{it}^* = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 NI_{it} + \beta_3 DF_{it} + \beta_4 DT_i + \varepsilon_{it}$$

Tab. 3 - Modello n.1: Panel Fixed Effects; Var. dip. MV

[Errori standard robusti (HAC)]

Variable	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta		Tolerance	VIF
(Constant)	9,62761(***)	1,54923		6,2145		
BV	0,463074	0,117051	0,391529(***)	3,9562	0,724	1,382
NI	1,0593	0,620148	0,093098(*)	1,7081	0,714	1,400
Dt2	-1,1651	0,656211	-0,03204(*)	-1,7755	0,661	1,514
Dt3	-2,96689	0,983024	-0,0816(*)	-3,0181	0,667	1,500
Dt4	-4,88067	1,33147	-0,13424(*)	-3,6656	0,672	1,488
REGRESSION TESTS:						
Adj. R-squared			0,9			
P-value(F)			0,0			
Durbin-Watson			1,3			
P-v (Wald)			0,0			

(***) livello di significatività 1%;

(**) livello di significatività 5%;

(*) livello di significatività 10%.

La variabile *dummy* spaziale è stata omessa dal *software* econometrico per ragioni di collinearità (ma nel modello *ols pooled* è parallelamente registrato un coefficiente negativo, -4.5, significativo al 5%, che, fosse stato confermato nel modello principale, avrebbe attestato una incidenza negativa dovuta all'appartenenza ai settori più sensibili al rischio finanziario). Il test di Wald per la significatività congiunta delle *dummy* temporali rigetta l'ipotesi nulla che esse abbiano tutte coefficiente zero (Chi-square 18.6), significando che la variabile

dipendente di fatto differisce nel tempo, nel caso di specie migliorando di volta in volta.

Il secondo modello è quello che decompone il reddito netto tra flussi finanziari ed *accruals*. Alla luce dei *test* statistici di collinearità tra le due ultime grandezze richiamate, tale modello è suddiviso a sua volta in due regressioni *à la* Ohlson separate; ossia (risp. A e B):

$$MV_{it}^* = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 CFO_{it} + \beta_3 DF_{it} + \beta_4 DT_i + \varepsilon_{it}$$

e

$$MV_{it}^* = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 TAccr_{it} + \beta_3 DF_{it} + \beta_4 DT_i + \varepsilon_{it}$$

Il modello 2A, di cui si espongono ora i risultati, focalizza l’attenzione sui flussi operativi.

Tab. 4 - Modello n.2A: Panel Fixed Effects; Var. dip. MV

[Errori standard robusti (HAC)]

Variable	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta		Tolerance	VIF
(Constant)	8,12103(***)	1,62659		4,9927		
BV	0,557627	0,135168	0,471474(***)	4,1254	0,325	3,080
CFO	0,525803	0,12998	0,203885(***)	4,0452	0,333	3,003
Dt2	-1,15888	0,701147	-0,03187	-1,6528	0,661	1,512
Dt3	-2,72919	1,07673	-0,07506(**)	-2,5347	0,669	1,494
Dt4	-5,17544	1,31371	-0,14235(***)	-3,9396	0,667	1,499
REGRESSION TESTS:						
Adj. R-squared			0,9			
P-value(F)			0,0			
Durbin-Watson			1,2			
P-v (Wald)			0,0			

(***) livello di significatività 1%;

(**) livello di significatività 5%;

(*) livello di significatività 10%.

Anche qui valgono le medesime considerazioni già svolte per le *dummy* (questa volta nel modello *pooled* la DF recherebbe coefficiente -9.1).

Il modello 2B si concentra invece su componenti non monetarie di reddito¹⁰; a seguire le relative risultanze.

Tab. 5 - Modello n.2B: Panel Fixed Effects; Var. dip. MV

[Errori standard robusti (HAC)]

Variable	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta		Tolerance	VIF
(Constant)	9,16197(***)	1,76859		5,1804		
BV	0,480279	0,156406	0,406076(***)	3,0707	0,354	2,822
TAccr	-0,421561	0,168145	-0,145831(**)	-2,5071	0,357	2,799
Dt2	-0,98921	0,712153	-0,02721	-1,3890	0,665	1,503
Dt3	-2,73385	1,08054	-0,07519(**)	-2,5301	0,671	1,490
Dt4	-5,19094	1,38025	-0,14277(***)	-3,7609	0,666	1,501
REGRESSION TESTS:						
Adj. R-squared			0,9			
P-value(F)			0,000			
Durbin-Watson			1,2			
P-v (Wald)			0,0			

(***) livello di significatività 1%;

(**) livello di significatività 5%;

(*) livello di significatività 10%.

¹⁰La regressione è stata anche riprovata inserendo nel modello il valore assoluto dei *total accruals* (Quagli 2011, 8-11); i cui risultati si sono dimostrati statisticamente inferiori, almeno limitatamente al periodo osservato.

Tanto esposto, si richiamano nuovamente le osservazioni già svolte per le *dummy* (questa volta nel *pooled* la DF segnalerebbe coefficiente -8.6).

Orbene, il sistema dei risultati dell'indagine empirica effettuata mediante i descritti modelli sembrano validi e significativi, come testimoniato – in breve – dalle statistiche R-quadro, F-test e p-value soprariportate.

Più in particolare, l'R-quadro corretto dei modelli è alquanto buono, spiegando circa il 90% della variabilità complessiva (coerentemente con i risultati di altri studi analoghi: Corteau (2008); Veltri & Silvestri (2011)); ciò attesta la bontà (*fitting*) dei modelli, anche se – è da dire – la numerosità del campione potrebbe aver in parte sovrastimato l'indicatore, che è comunque positivo noto il largo controvalore del paniere.

Il valore assunto nel test F (Anova), a sua volta, permette di rivelare che i modelli di regressione nel complesso sono, ciascheduno, significativi, registrando p-value praticamente nulli.

Per valutare quindi, all'interno di ogni modello utilizzato, il livello di significatività dei singoli coefficienti di regressione, occorre procedere osservando il valore dei p-value individuali abbinati ai *value-drivers*. Tale valore esprime il minimo livello singolo di significatività che implica l'esclusione dell'ipotesi nulla (la quale postula la non influenza dei regressori contabili sulla variabile di mercato regressa). Ai fini di una migliore comparazione, è bene concentrare l'attenzione sui coefficienti standardizzati.

Atteso che un commento più estensivo alle risultanze è riservato nel disegno della presente ricerca al paragrafo che segue, cui si rinvia, preme nondimeno e senz'indugio evidenziare il ruolo primario giocato dal *value driver* patrimoniale (segnatamente il patrimonio netto di bilancio), con un coefficiente di regressione standardizzato più alto (mediamente pari a +0,42) e statisticamente significativo dei coefficienti relativi alle variabili flusso investigate, e cioè il risultato reddituale e quello finanziario (con il secondo che si presenta maggiormente “rilevante” del primo: infatti, il coefficiente dell'uno è circa un mezzo di quello abbinato alla variabile patrimoniale, mentre il coefficiente dell'altro è circa un quarto in entità). Se tali variabili denotano coefficienti di segno positivo, l'ultima variabile introdotta (e cioè gli *accruals*) registra un impatto leggermente negativo (-0.15). Anche in questo caso, dunque, le ipotesi della ricerca precedentemente formulate in base alla letteratura di riferimento appaiono verificate nella peculiare dimensione spazio-temporale analizzata.

Dal punto di vista econometrico, giova segnalare che, a seguito dei *test* di White, e di Durbin-Watson, gli errori delle regressioni espletate sono considerati risultati robusti e consistenti, essendo corretti per eteroschedasticità ed autocorrelazione (*heteroskedasticity and autocorrelation consistent residuals*)¹¹. I *test* sulla collinearità delle variabili individuate sono superati con successo, sia in termini di *tolerance*, sia di VIF (*variance inflation factors*), ben lontani dalle note soglie di rischio.

¹¹In quest'ultimo caso *inconcludent* era la statistica ante correzione tra dU e dL.

4. Commento e osservazioni finali

Le analisi compendiate nel paragrafo precedente hanno determinato alcuni *findings* sul tema della *value relevance* dell’informativa societaria contabile delle primarie società quotate sul mercato di borsa italiano nel “dopo crisi”, segnatamente nel delicato periodo 2011/2014 (con ciò “integrando” alcuni precedenti studi in materia sul mercato italiano, più sopra richiamati). Infatti, il lavoro essenzialmente analizza la rilevanza, o meno, dell'*accounting information* nell'*after-crisis*.

A tal fine, come visto, è stato operato un modello regressivo (sviluppato su alcune varianti) del tipo Panel data “a effetti fissi”, ritenuto più progredito rispetto al modello basilare *o/s* più comunemente utilizzato.

In generale, il capitale di funzionamento (variabile *stock BV*) impatta positivamente sul valore di borsa delle società incluse nel *sample* con un coefficiente standardizzato tra lo +0,39 e lo +0,47 (con un *p-value* individuale ad un livello ottimo di significatività, sempre sotto l'1%).

Per quanto concerne i flussi di risultato, invece, sia il reddito (NI) sia il flusso finanziario (OCF) esaminati impattano positivamente benché a un livello più modesto: rispettivamente +0,1 il NI (con un accettabile *p-value* individuale sotto il livello 10%) e +0,2 - il doppio - l'OCF (con un ottimo *p-value* individuale sotto il livello 1%). Ciò vuol dire che, nel periodo considerato, la variabile più stabile BV si dimostra di gran lunga più rassicurante e *value relevant* per il mercato sia di OCF (circa il doppio) sia di NI (circa il quadruplo).

Ne consegue che è possibile convalidare le ipotesi principali della ricerca (H1, H2 e H3), ossia che le primarie risultanze contabili dei bilanci societari - capitale e reddito, ma anche flusso finanziario -, si confermano nell'*after-crisis*, per le società ad alta capitalizzazione di borsa, dati/informazioni *value relevant* (segnatamente in quest'ordine decrescente di impatto: capitale di bilancio, flusso finanziario, e infine reddito di esercizio). Peraltro, sembra derivarne una implicazione importante in campo valutativo: in questi primi anni del dopo-crisi, il valore di mercato delle imprese appare maggiormente ancorato a grandezze *stock* patrimoniali (più conservative) e, in second'ordine, a flussi monetari (piuttosto che reddituali), il che per giunta solleciterebbe in ambito *professional* un più intenso e rispondente impiego di metodologie patrimoniali magari del tipo misto, ma su base finanziaria, quale ad esempio l'*Economic Value Added*.

In relazione alla ricollegata problematica dell'*earnings quality*, i TAccr presentano, infine, un impatto di segno negativo (in linea con gli studi di Barth *et al.* 1999 aventi ad oggetto la capacità predittiva di *earnings* e *cash flows*) che è significativo con riguardo al mercato finanziario di borsa investigato – mediante un coefficiente standardizzato pari a -0,15 (praticamente opposto alla media di quello associato a NI e OCF) che consente di confermare anche l'ipotesi H4 –, potenzialmente corroborato, potrebbe indovinarsi, dalla sua componente

discrezionale *latente* (studi precedenti, come in Azzali *et al.* 2013, Dechow *et al.* 1995 e Kothary *et al.* 2005, registrano, prima della crisi, coefficienti negativi per i suddetti componenti dell'*earning* su base *accrual*, mentre controversi sono i relativi risultati al tempo, ossia allo scoppio, della crisi). La significatività statistica è di buon livello (con un *p-value* individuale sotto il 5%). Tale *finding* è in un certo senso coerente con la minore *value relevance* degli utili (i quali, potendone migliorare la qualità, dovrebbero divenire più *relevant*).

Su questo punto, va pure ricordato che le selezionate società quotate in analisi redigono i *financial report* in aderenza al modello internazionale *las/lfrs*¹², il quale è notoriamente incline alla logica angloamericana della sovranità dei flussi finanziari (peraltro riconnessa ad una certa forma di neo-patrimonialismo finanziario vicina alla *assets/liabilities theory*, in aperta contrapposizione alla *revenues/expenses theory* di natura economico-reddituale) e delle *performance* dinamiche delle imprese; il che potrebbe invero giustificare una sorta di possibile ‘diffidenza’ di mercato per gli *accruals*, specie in particolari periodi in cui gli *stakeholder* finanziari (che sono tra i primari portatori di interessi nel paradigma internazionale) sono alla ricerca di chiarezza/semplificata, attendibilità e rinnovata fiducia, probabilmente perché componente più ‘astratta’ o ‘congetturata’ e perciò, in certo modo, opinabile del risultato economico-reddituale d’azienda (si pensi agli ammortamenti ed accantonamenti)¹³ dacché capace di allontanare quest’ultimo dal più ‘concreto’, fattuale, flusso di cassa derivante dalle operazioni di gestione poste in essere.

La variabile binaria DF non è risultata invece contributiva nel modello principale, come visto, essendo scartata dal *software* econometrico per motivi di collinearità (diversamente, ci si sarebbe potuti aspettare un possibile coefficiente negativo rispetto alla *performance* di borsa associabile all’appartenenza a settori molto sensibili al rischio finanziario e, nel periodo considerato, volatili)¹⁴, mentre la composita variabile *dummy* temporale DT è stata regolarmente testata, in modo puntuale, all’esito della statistica di Wald. In particolare, le *dummy* T2, T3 e T4 – segnalando rispettivamente l’appartenenza delle osservazioni esperite

¹²Sul tema della *value relevance*, cfr., di recente, Devalle (2010), Quagli (2011), Pavan & Paglietti (2011), Marchi & Potito (2012), Baldi (2012), Laghi *et al.* (2013), Azzali *et al.* (2013), Mechelli *et al.* (2015).

¹³Si puntualizza che gli *accruals* monitorati nel modello sono quelli operativi, ossia ammortamenti e accantonamenti, cui si riannettono in funzione correttiva – ai fini del computo del flusso finanziario operativo a partire dal *net income* (ripulito da plus/minusvalenze da alienazione) – variazioni nei crediti commerciali, variazioni nelle passività di funzionamento, variazioni nelle scorte e in altre attività operative. Sono viceversa tenute fuori correzioni attinenti alle attività di investimento (spese in conto capitale, *capital expenditures*, disinvestimenti, ecc.) e di finanziamento (variazione debiti e crediti finanziari, rettifiche per dividendi ecc.).

¹⁴Nondimeno, ripetendo le analisi econometriche dopo aver forzato l’eliminazione del comparto *financial*, le principali dinamiche di *value relevance* sembrano in linea di massima poter essere confermate (mentre l’esiguità del numero di società per tale comparto svincola il tentativo di separata analisi).

all'anno 2013, 2012 e 2011 – registrano coefficienti standardizzati progressivamente negativi (rispetto all'anno di riferimento, 2014, non inserito per non incappare nella *dummy trap*), e cioè dal -0.1 circa nell'anno più remoto al -0.03 circa nell'anno più prossimo. Ciò conferma le aspettative (v. *supra*): in altri termini, il coefficiente regressivo abbinato alla variabile temporale consente di acclarare (nonostante il livello di significatività statistica non tutte le volte ottimo) un primo recupero, o avvio di ripresa, nello scenario economico successivo allo scoppio della crisi, con un via via crescente grado di fiducia del mercato esaminato (limitatamente al segmento MIB e relativi corsi azionari).

In proposito, è superfluo rimarcare che il quadriennio su cui si è concentrata l'analisi condotta, rappresenta un periodo evidentemente “problematico” dal punto di vista economico-finanziario (vista la recente crisi mondiale e nazionale). Il ricordo ancora vivido dei non lontani *corporate scandals (accounting frauds)*, il *credit crunch* e il persistente stato di non crescita (che non dà totali rassicurazioni sulla definitiva uscita dalla crisi, potendo essersi essa solo assopita), sono tutti elementi che possono facilmente tradursi in circospezione nei confronti dei margini di discrezionalità cui sono legittimati i *preparers* dei bilanci (*financial reporting / accounting discretion*)¹⁵, essendo gli stessi fonte di possibili latenti politiche di bilancio o, peggio, di talune eventuali manipolazioni finanche cosmetiche dei risultati contabili (in funzione di vantaggi o obiettivi opportunistici privati che, se per caso effettivamente perseguiti, sarebbero assai poco coerenti con la dai più proclamata *business ethics*) con effetto distorcente sull'attendibilità informativa e sulle conseguenti decisioni economiche di investimento degli *stakeholders*.

Ciò detto, il presente studio, con i suoi limiti, ha verificato che la crisi finanziaria, se ha potuto condizionare in vario modo la *value relevance* nei momenti in cui è drammaticamente deflagrata (come evidenziato dai precedenti citati studi che ne determinano la non neutralità), non sembra in seguito aver prodotto perduranti effetti o eccessivi strascichi distorcenti almeno con riguardo alla significatività valoriale delle informazioni contabili di risultato nel periodo successivo (ciò valga nel “dopo crisi” delle principali quotate su Blt); segnalando comunque una accordata preferenza (o una implicitamente riconosciuta credibilità) da parte degli investitori o operatori di mercato per la dimensione patrimoniale ed, a seguire, i *cash flow*. Se ne può dedurre, inoltre, l'esigenza per il futuro – che poi vale come implicazione in termini di *financial reporting policy* – di una maggiore qualità degli utili, affinché gli stessi – fulcro vero e proprio, anche dal punto di vista storico, dell'*accounting* italiano – rafforzino, agli occhi del mercato, l'incisività valoriale che meritano.

I risultati complessivi ottenuti, sicuramente non bizzari né controintuitivi, sembrano dunque recare alcuni utili razionali spunti di riflessione sull'influenza

¹⁵Su tale tematica, cfr. Cimini (2015). Sui rapporti tra *earnings management* e *goodwill accounting*, invece, Onesti & Romano (2013).

della ricchezza patrimoniale-finanziaria sul valore di mercato delle nostre più significative (‘finanziariamente parlando’) società¹⁶.

Una successiva ricerca andrà a indagare un aspetto meritevole di maggiore approfondimento, ossia la quantificazione analitica – con preciso riferimento alla variabile TAccr – dei *discretionary accruals* da inserire, ove possibile, separatamente nei modelli regressivi nell’ambito dei componenti non monetari dei risultati aziendali (in sostanza rispetto a quelli non discrezionali o *non abnormal*, perché rivolti al naturale obiettivo della determinazione del reddito di competenza dell’esercizio e del connesso capitale di funzionamento) onde controllarne la relativa, se esistente, *value relevance* nel “periodo post-crisi”. Ulteriori limitazioni riguardano, infine, la dimensione spazio-temporale prospettata (larghezza del campione e anni presi in esame): pertanto si crede altresì fruttuoso e stimolante estendere l’ambito dei mercati borsistici di riferimento e il periodo oggetto di investigazione.

Infatti, tra i “limiti” dello studio vi è quello che i *finding* del campione formato dalle sole quotate più “grandi”, ovvero dalle emittenti ad “alta capitalizzazione” non possono essere automaticamente estesi all’intera borsa né direttamente ad altri indicatori europei simili (quali il DAX tedesco, CAC 40 francese, IBEX 35 spagnolo ecc.), con i quali sono però comparabili. Sul punto, sia consentito precisare, tuttavia, che il campione empirico approssima l’universo investigato – se non dell’intero mercato di borsa – delle ridette società “ad alta capitalizzazione”, e cioè ad alto valore di mercato complessivo. Per cui, se è vero che i risultati non possono godere della “generalizzabilità” all’intero mercato di borsa, essi però soddisfano quello della generalizzabilità al settore allargato, importante e strategico sotto vari punti di vista, ad “higher capitalization”. I risultati ottenuti su tale segmento di punta della nostra borsa, segmento di forte visibilità sul quale focalizzano costantemente e notoriamente l’attenzione tanto gli “stakeholder” investitori quanto i “media” ogni giorno, e che copre oltre l’80% dell’intera capitalizzazione di borsa, si dimostrano rilevanti e significativi perché riguardanti proprio la rispondenza dei valori di borsa rispetto a taluni *drivers* contabili fondamentali (rispondendo alla domanda: quali risultanze contabili esercitano maggiore impatto sul valore di borsa nei quattro quinti del valore dell’intero *market*?)¹⁷.

¹⁶Come detto, i risultati della ricerca attestano una maggiore credibilità dei più tranquillizzanti dati patrimoniali rispetto ai flussi (in questo caso prevalgono i flussi finanziari rispetto a quelli, più astratti, di reddito; il che è alla fine confermato dall’incidenza negativa della componente *accruals*, a dimostrazione di una minore – pur positiva – fiducia temporanea nel reddito. In estrema sintesi, volendo generalizzare (con tutte le limitazioni del caso), si tratta di *findings* coerenti con l’attuale sistema contabile internazionale che è notoriamente di stampo patrimoniale/finanziario, diversamente dalla filosofia tradizionale italiana di radice reddituale.

¹⁷Si noti che il campione analizzato riguarda società con valori di mercato tra i 3 miliardi e i 50 miliardi circa cadauna; mentre, le società non censite, hanno un valore di mercato compreso tra qualche milione e 3 miliardi, circa, l’una. Il campione, in definitiva, non è numericamente vasto; ma è qualitativamente valido, vista appunto l’analisi incentrata sui

Da ultimo, è onesto evidenziare che la più grande semplificazione in questo filone di studi (e in questo lavoro) giace nella approssimazione del *value* con il *price*.

Torna in mente, qui, il pensiero lucido e provocatorio di Oscar Wilde, il quale – nel celebre “*The Picture of Dorian Gray*” (1891) – prospettò la facilità con cui, comunemente, è dato sapere il *prezzo* di alcunché, senza invero conoscerne il valore sottostante:

«*“I am charmed, my love, quite charmed,” said Lord Henry, elevating his dark crescent-shaped eyebrows and looking at them both with an amused smile. “So sorry I am late, Dorian. I went to look after a piece of old brocade in Wardour Street, and had to bargain for hours for it. Nowadays people know the price of everything, and the value of nothing.”*» (Capitolo III).

Ma questo pensiero apre un altro capitolo, altre e filosofiche questioni; e – anche in punto di valutazione aziendale –, interrogativi ben più profondi delle formulate *domande della ricerca*.

Bibliografia

- Aliabadi S., Dorestani A., Balsara N. (2013), “The Most Value Relevant Accounting Performance Measure by Industry”, *Journal of Accounting and Finance*, vol.13, n.1, 22-34.
- Amaduzzi A. (1953), *L’azienda nel suo sistema e nell’ordine delle sue rilevazioni*. Utet, Torino.
- Azzali S., Fornaciari L., Mazza T. (2013), “The value relevance of earning management in manufacturing industries before and during the financial crisis”, *European Journal of Accounting, Finance & Business*, vol. 1.
- Azzali S., Fornaciari L., Pesci C. (2012), “Reddito d’impresa e Value Relevance per gli investitori”, *Economia Aziendale Online*, vol. 3, n. 1, pp. 1-19.
- Baldi F. (2012), “The value relevance of a newly adopted accounting standard: the case of business divestitures under IFRS 5 versus SFAS 144”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, nn. 9-10.
- Ball R., Brown P., (1968), “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”, *Journal of Research*, vol. 6, pp. 159-78.
- Barth M.E., Beaver W.H., Hand J.R.M. (1999), “Accruals, cash flows and equity values”, *Review of Accounting Studies*, vol. 3, pp. 205-229.

valori finanziari qui condotta, ed essendo soddisfatto quel *nesso di causalità* tra l'80% di valore di mercato investigato e lo studio delle determinanti contabili della *performance* valoriale. Perciò la debolezza del campionamento ristretto è, in quest’ottica, ridimensionata.

- Beaver W.H. (1968), “The value relevance of annual earnings announcements”, *Journal of Accounting Research*, supplement.
- Breusch T., Pagan A. (1980), “The LM Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics”, *Review of Economic Studies*, vol. 47.
- Burgstahler D., Dichev I. (1997), “Earnings management to avoid earnings decreases and losses”, *Journal of accounting and economics*, vol. 24, n. 1.
- Capaldo P. (1998), *Reddito, capitale e bilancio di esercizio. Una introduzione*. Giuffrè, Milano.
- Cheng Q., & Warfield T. D. (2005), “Equity incentives and earnings management”, *The Accounting Review*, vol. 80, n. 2.
- Choi J.H., Kim J.B., Lee J.J. (2010), “Value relevance of discretionary accruals in the Asian Financial Crisis of 1997-1998”, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 30, n. 2.
- Cimini R. (2015), *The selective misrepresentation of financial information due to earnings management*. G. Giappichelli Editore, Torino.
- Cormier D., Magnan M., Morard B. (2000), “The contractual and value relevance of reported earnings in a dividend-focused environment”, *European Accounting Review*, vol. 9, n. 3.
- Courteau L. (2008), *Valore d'impresa e valori di bilancio*. FrancoAngeli, Milano.
- DeAngelo L.E. (1986), “Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders”, *The Accounting Review*, vol. 61.
- Dechow P. M., Hutton A. P., Kim J. H., Sloan R. G. (2012), “Detecting earnings management: A new approach” *Journal of Accounting Research*, vol. 50, n. 2.
- Dechow P.M., Sloan R., Sweeney, A. (1995), “Detecting earnings management”, *The Accounting Review*, vol. 70.
- Devalle A. (2010), *Misurazione della performance nel bilancio IFRS: comprehensive income, dibattito internazionale e value relevance*. Pearson Prentice Hall.
- Devalle A. (2012), “Value relevance of accounting data and financial crisis in Europe: an empirical analysis”, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, vol. 2, n. 2.
- Durbin J., Watson G.S. (1950), “Testing for serial correlation in least squares regression”, *Biometrika*, vol. 37, nn. 3-4, pp. 409-428.
- Easton P.D., Harris T.S. (1999), “Earnings as an Explanatory Variable for Returns”, *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n. 1.
- Epstein B.J., Jermakowicz E.K. (2011), *Interpretation and Application of International Accounting and Financial Reporting Standards*, John Wiley & Sons, NJ.
- Feltham G. A., Ohlson J. A. (1995), “Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities”, *Contemporary accounting research*, vol. 11, n. 2, pp. 689-731.
- Ferrero G. (1988), *La valutazione del capitale di bilancio*. Giuffrè, Milano.
- Fornaciari L. (2013), *La value relevance per l'utilità dei financial reporting*. G. Giappichelli Editore, Torino.
- Giunta F., Pisani M. (2008), *Il bilancio*. Apogeo, Milano.

- Guatri L., Bini, M. (2009), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. UBE, Milano.
- Hausman J.A. (1978), “Specification Tests in Econometrics”, *Econometrica*, vol. 46.
- Healy P.M. (1985), “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions”, *Journal of Accounting & Economics*, vol.7, nn. 1-2-3.
- Hellström K. (2006), “The value relevance of financial accounting information in a transition economy: the case of Czech Republic”, *European Accounting Review*, vol. 15, n. 3, pp. 325-349.
- Jones J.J. (1991), “Earnings management during import relief investigations”, *Journal of Accounting Research*, vol. 29.
- Kothari S.P., Leone A., Wasley, C. (2005), “Performance matched discretionary accrual measures”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3.
- Laghi E., Mattei M., Di Marcantonio M. (2013), “Un’analisi comparativa della value relevance dell’impairment test dell’avviamento in imprese dell’EU: alcune considerazioni”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, nn. 4-5-6.
- Lapointe-Antunes P., Cormier D., Magnan M., Gay-Angers S. (2006), “On the relationship between voluntary disclosure, earnings smoothing and the value-relevance of earnings: the case of Switzerland.”, *European Accounting Review*, vol. 15, n. 4.
- Lim E., Lu W. (2011), *Value Relevance of Earnings Components during the Global Financial Crisis: Evidence from Australia*, WP - AFAANZ Conference, <http://www.afaanz.org>.
- Marchi L., Potito L. (Ed.) (2012), *L’impatto dell’adozione degli IAS/IFRS sui bilanci delle imprese italiane quotate*. FrancoAngeli, Milano.
- Marquardt C.A., Wiedman C.I. (2004), “The effect of earnings management on the value relevance of accounting information”, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 31, nn. 3-4.
- McNichols M., Wilson P. (1988), “Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts”, *Journal of Accounting Research*, vol. 26, n. 3.
- Mechelli A. (2013), *La Value Relevance del bilancio di esercizio: Modelli, metodologie di ricerca ed evidenze empiriche*. vol. 15, G. Giappichelli Editore, Torino.
- Mechelli A., Cimini R., Mazzocchetti F. (2015), “La value relevance dei valori di bilancio delle imprese in perdita. Profili teorici ed evidenze empiriche”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, nn. 7-8-9.
- Nobes C., Parker R. (2008), *Comparative International Accounting*, Prentice Hall, Boston.
- Ohlson J.A. (1995), “Earnings, Books Values, and Dividends in Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, Spring, pp. 661-687.
- Ohlson J.A. (2014), “Accruals: An overview”, *China Journal of Accounting Research*, vol. 7, n. 2, June, pp. 65-80.
- Onesti T., Romano M. (2013), “Earnings Management and Goodwill Accounting: Implications on Dividend Policy in Italian Listed Companies”, *Global Review of Accounting and Finance*.

- Onesti T., Romano M., Taliento M. (2011), *Il bilancio delle imprese. Finalità, principi e comportamenti contabili alla luce delle teorie, delle norme e degli standard nazionali e internazionali*. G. Giappichelli Editore, Torino.
- Onida P. (1970), *La logica ed il sistema delle rilevazioni quantitative di azienda*. Giuffrè, Milano.
- Özkan S., Kaytmaz Balsari C. (2010), “Impact of financial crises on the value relevance of earnings and book value: 1994 and 2001 crises in Turkey”, *Iktisat Isletme ve Finans*, vol. 25.
- Pavan A., Paglietti P. (2011), “La Value Relevance dell’informativa di bilancio: dai principi contabili italiani agli standard contabili internazionali”, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 1.
- Quagli A. (2011), “Le politiche di bilancio e l'adozione degli IFRS: profili di studio e rassegna delle prime evidenze empiriche”, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 1, Gennaio-Marzo.
- Richardson S.A., Sloan R.G., Soliman M.T., Tuna A.I. (2005), “Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices”, *Journal of Accounting & Economics*, vol. 39, n. 3, September.
- Silvestri A., Veltri S. (2011), “La value relevance dei valori contabili dopo la crisi finanziaria: un'applicazione al mercato italiano”, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, vol. 9/10.
- White H. (1980), “A heteroskedastic-consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroskedasticity”, *Econometrica*, vol. 48, pp. 817-838.
- Wilde O. (1891), *The Picture of Dorian Gray*, Ward Lock & Company, London.
- Zanda G. (2007), *Il bilancio delle società. Lineamenti teorici e modelli di redazione*, G. Giappichelli Editore, Torino.
- Zanda G., Lacchini M., Onesti T. (2013), *La valutazione delle aziende*. G. Giappichelli Editore, Torino.
- Zang A. Y. (2011), “Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management”, *The Accounting Review*, vol. 87, n. 2.
- Zappa G. (1950), *Il reddito d'impresa*. Giuffrè, Milano.

Marco Taliento

Professore straordinario di Economia aziendale

Dipartimento di Economia

Università degli Studi di Foggia

Marco Taliento
Value relevance delle risultanze di bilancio. Evidenza empirica per le emittenti ad alta
capitalizzazione nel “dopo crisi”
Impresa Progetto - Electronic Journal of Management, n. 1, 2016

Via Caggese, 1
71121 Foggia
e-mail: marco.taliento @ unifg.it